RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier
CIRANO

29 juillet 2003

Document de travail préparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec

---

- Jean-Marc Suret, Ph.D., MBA, CBV, Fellow CIRANO, Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca
- Cécile Carpentier, Docteur en finance, Expert-comptable, CFA, Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca

© Commission des valeurs mobilières du Québec, 2003
Tous droits réservés

Droits d'auteur

La présente oeuvre a été réalisée par CIRANO à la demande de la Commission des valeurs mobilières du Québec (la "Commission"). Les commentaires et opinions exprimés dans cette oeuvre ne représentent pas forcément l'opinion de la Commission. La Commission n'a pas entériné ou approuvé cette oeuvre, ne garantit pas l'exactitude des données qui y sont présentées et n'accepte aucune responsabilité découlant de leur utilisation à quelque fin que ce soit.

La reproduction ou l'adaptation du tout ou de parties de cette oeuvre ne peut se faire sans l'autorisation écrite de la Commission, titulaire des droits d'auteur qui s'en réserve tous les droits.

Dépôt légal - Bibliothèque nationale du Québec, 2003
Dépôt légal - Bibliothèque nationale du Canada, 2003

ISBN : 2-550-41269-9

TABLE DES MATIÈRES

Pages

SOMMAIRE 1

INTRODUCTION 17

1ÈRE PARTIE 21

1- LE DÉBAT ET SES PRINCIPAUX ENJEUX 21

1.1 UNE VUE D'ENSEMBLE DES ARGUMENTS DES PROMOTEURS DE LA CRVM 21
1.2 RÉGLEMENTATION ET MARCHÉ DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA 23
1.2.1 Les premiers appels publics à l'épargne 24
1.2.2 Les sociétés inscrites 24
1.3 LES EFFORTS DE CONCERTATION ET DE COLLABORATION 26
1.3.1 Le protocole d'entente relatif au régime d'examen concerté 26
1.3.2 Le protocole d'entente sur la surveillance des Bourses 28
1.3.3 L'enregistrement des représentants 28
1.3.4 Les normes canadiennes 29
1.3.5 Le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières 30
1.4 L'IMPORTANCE DES DIVERGENCES ET DES CONFLITS 33
1.5 CONCLUSION 34

2E PARTIE 35

2- LES COÛTS DE LA RÉGLEMENTATION ET L'INEFFICACITÉ 35

2.1 LES ARGUMENTS ET LES PREUVES 35
2.2 MISE EN PERSPECTIVE 36
2.3 L'EFFET SUR LES ÉMISSIONS INITIALES 39
2.4 RÉGLEMENTATION ET DÉLAIS D'ANALYSE DES PROSPECTUS. 45
2.4.1 La situation aux États-Unis 45
2.4.2 La situation canadienne 46
2.4.3 Les sociétés autres que les organismes de placement collectif 46
2.4.4 Les organismes de placement collectif 47
2.4.5 Les sorties de capital de risque 48
2.5 LES COÛTS DE RÉGLEMENTATION POUR LES ÉMETTEURS ET LES INTERMÉDIAIRES 50
2.5.1 L'examen des prospectus et dispenses 50
2.5.2 La divulgation 51
2.6 LES COÛTS DE LA RÉGLEMENTATION POUR LES GOUVERNEMENTS 52
2.6.1 Les problèmes de mesure 52
2.6.2 Coûts et bénéfices de la réglementation 54
2.6.3 Coût de la réglementation et taxation 54
2.7 CONCLUSION 55

3E PARTIE 57

3- LES ARGUMENTS DIVERS 57

3.1 LA FAIBLESSE DU CANADA AU NIVEAU DES INSTANCES INTERNATIONALES. 57
3.2 LES CONFLITS DE JURIDICTION 59
3.3 LES DÉLAIS DE RÉPONSE 59
3.4 L'ARGUMENT DES MANIPULATIONS COMPTABLES 61
3.5 LE CAS DE LA SEC 66

106-01573/

3.6 HARMONISATION ET DIVERSITÉ 68
3.6.1 Les caractéristiques des entreprises 69
3.6.2 Les initiatives provinciales 70
3.6.2.1 Les programmes favorisant le financement des entreprises 70
3.6.2.2 L'importance de l'intervention gouvernementale 73
3.7 L'ARGUMENT DE L'ACCÈS AU FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN CROISSANCE 74
3.7.1 Le placement privé 74
3.7.2 L'évolution récente 76

4E PARTIE 79

4- LA CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE 79

4.1 CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE : PRINCIPES 80
4.1.1 Course aux minima ou au sommet 82
4.1.2 Stabilité et capacité d'adaptation 84
4.2 LA CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE DANS LE DOMAINE DU DROIT DES SOCIÉTÉS 85
4.2.1 La situation du Delaware 85
4.2.2 Les travaux empiriques 86
4.2.3 Les critiques de la concurrence réglementaire en droit des sociétés. 88
4.3 CONCURRENCE DANS LE DOMAINE COMPTABLE 88
4.4 LA CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE ET LE SECTEUR DES VALEURS MOBILIÈRES 91
4.4.1 Principes généraux 91
4.4.2 La surréglementation, notamment en matière de divulgation 93
4.4.3 Illustrations de concurrence réglementaire dans le domaine des valeurs mobilières 95
4.4.4 Les critiques de la concurrence réglementaire en termes de valeurs mobilières 97
4.5 LA SITUATION EUROPÉENNE 99
4.5.1 Des situations différentes 100
4.5.2 Concurrence et harmonisation 101
4.5.3 La directive sur les services d'investissement (DSI 93) 102
4.5.4 La révision de la DSI et le PASF 104
4.5.5 Révision de la DSI 105
4.5.6 Le Rapport Lamfalussy 106
4.5.7 La directive sur les prospectus 109
4.5.8 Le contrôle, poursuites et concurrence 110
4.6 CONCLUSION 110

5E PARTIE 115

5- LES SYSTÈMES FINANCIERS CANADIEN ET AMÉRICAIN : CONCURRENCE ET RÉGLEMENTATION 115

5.1 LE SYSTÈME AMÉRICAIN : CONCURRENCE DES MARCHÉS, MONOPOLE RÉGLEMENTAIRE 118
5.1.1 La réglementation de l'industrie des valeurs mobilières aux États-Unis 119
5.1.2 Les critiques de la réglementation centralisée 120
5.1.2.1 L'argument des scandales comptables et financiers 121
5.1.2.2 L'argument de la concurrence réglementaire 121
5.1.2.3 Les coûts réglementaires américains 122
5.1.3 Le secteur bancaire américain 122
5.1.4 Conclusion 123
5.2 LE MARCHÉ CANADIEN : CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE ET MARCHÉ OLIGOPOLISTIQUE 124
5.2.1 Les banques canadiennes et le courtage 125
5.2.2 La Bourse canadienne ou le Groupe TSX inc. 127
5.2.3 Les chambres de compensation 128
5.2.4 Les systèmes de négociation parallèles au Canada 129
5.3 MONOPOLE RÉGLEMENTAIRE ET CONCURRENCE DES MARCHÉS AU CANADA 130

5.3.1 La réglementation des marchés 130
5.3.2 La réglementation des membres 131
5.3.3 Qui réglemente? 133
5.3.4 Conclusion 135
5.4 CONSTATS ET IMPLICATIONS 135

6E PARTIE 137

6- ÉVOLUTION DU MARCHÉ CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES : CONSTATS ET DÉFIS 137

6.1 LE DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ CANADIEN 138
6.1.1 Mesures de développement d'un marché boursier 138
6.1.2 Nombre et caractéristiques des sociétés publiques 140
6.1.2.1 Un marché de très petites capitalisations 140
6.1.2.2 Les perturbations de la restructuration 141
6.1.2.3 Création et disparition des sociétés inscrites 142
6.1.2.4 Le Canada et les autres pays 143
6.2 ÉVOLUTION DE LA CAPITALISATION 145
6.3 ÉVOLUTION DU VOLUME DE TRANSACTIONS 149
6.4 LE MARCHÉ BOURSIER CANADIEN FACE AU MARCHÉ AMÉRICAIN 152
6.4.1 L'attrait du marché boursier canadien 152
6.4.2 L'attrait du marché américain pour les Bourses canadiennes 155
6.5 AVANTAGES CONCURRENTIELS DES MARCHÉS BOURSIERS 157
6.5.1 La qualité des marchés 157
6.5.2 L'effet certification 162
6.5.3 Les dimensions marketing 163
6.6 SYNTHÈSE ET IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUES 164

7- CONCLUSION 167

ANNEXE 1 : NORMES CANADIENNES ET AUTRES TEXTES DE PORTÉE CANADIENNE DANS LE DOMAINE DES VALEURS MOBILIÈRES 171

ANNEXE 2 : LES MESURES DES COÛTS DIRECTS DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES 175

ANNEXE 3 : ESTIMATION DE LA PROPORTION DE LA VALEUR DES TRANSACTIONS DE TITRES CANADIENS EFFECTUÉES SUR LE MARCHÉ RÉGULIER DE TORONTO EN 2001 177

ABRÉVIATIONS 179

BIBLIOGRAPHIE 181

TABLEAUX

Pages

TABLEAU 1 :RÉPARTITION DES ACTIVITÉS D'ÉMISSIONS INITIALES AU CANADA, 1991-2000, EN FONCTION DE LA PROVINCE DU SIÈGE SOCIAL DE LA SOCIÉTÉ ÉMETTRICE 25

TABLEAU 2 :RÉPARTITION DES SOCIÉTÉS CANADIENNES ET ÉTRANGÈRES INSCRITES AUPRÈS D'UNE BOURSE CANADIENNE EN NOVEMBRE 2002, EN FONCTION DE LA PROVINCE D'INCORPORATION 25

TABLEAU 3 :FACTEURS DE COÛTS MOYENS DES ÉMISSIONS CANADIENNES, EN FONCTION DE LA BOURSE D'INSCRIPTION 42

TABLEAU 4 :PRINCIPALES COMPOSANTES DES COÛTS DES ÉMISSIONS INITIALES D'ACTIONS AUX ÉTATS-UNIS 43

TABLEAU 5 :COÛT DES PAPE SELON LA TAILLE DE L'ÉMISSION, EN EXCLUANT LES ÉMISSIONS RELEVANT DU PROGRAMME DE SOCIÉTÉS DE CAPITAL DE DÉMARRAGE, POUR LA PÉRIODE 1997-1999. LES POURCENTAGES MOYENS SONT TOUS STATISTIQUEMENT DIFFÉRENTS DE ZÉRO AU SEUIL DE 1 % 44

TABLEAU 6 :DÉLAI MOYEN POUR L'EXAMEN DES DEMANDES DE PLACEMENT AVEC PROSPECTUS DANS LE CADRE DU REC ET HORS REC SELON LE TYPE DE SOCIÉTÉ ET LA NATURE DU PROSPECTUS : DU 1ER JANVIER 1999 AU 30 SEPTEMBRE 2002 48

TABLEAU 7 :COMPARAISON DES MODES DE DISPOSITION DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL DE RISQUE 49

TABLEAU 8 :VENTILATION PAR SECTEUR ET PAR PROVINCE DE SIÈGE SOCIAL DES ÉMISSIONS TRADITIONNELLES ENTRE 1991 ET 2000 69

TABLEAU 9 :RÉPARTITION DES ACTIVITÉS D'ÉMISSIONS INITIALES AU CANADA, 1991-2000, EN FONCTION DE LA PROVINCE DU SIÈGE SOCIAL DE LA SOCIÉTÉ ÉMETTRICE 71

TABLEAU 10 :INVESTISSEMENT EN CAPITAL DE RISQUE AU QUÉBEC : 13 OCTOBRE - 28 FÉVRIER 2002 74

TABLEAU 11 :RATIO DE CONCENTRATION DU SECTEUR BANCAIRE CANADIEN, SELON DIVERSES ÉTUDES 127

TABLEAU 12 :SOCIOGRAMME DES CONSEILS D'ADMINISTRATION DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION ET AUTRES ORGANISMES CLÉS DU SECTEUR DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA 134

TABLEAU 13 :DISTRIBUTION DE L'AVOIR DES ACTIONNAIRES DES SOCIÉTÉS COTÉES SUR LE MARCHÉ CANADIEN FIN NOVEMBRE 2002 141

TABLEAU 14 : DISTRIBUTION ANNUELLE DU NOMBRE DE SOCIÉTÉS INSCRITES SUR LES MARCHÉS BOURSIERS DE L'ALBERTA, VANCOUVER, MONTRÉAL, TORONTO ET DU CDNX ENTRE 1990 ET 2001 143

TABLEAU 15 :DISTRIBUTION DU RANG DES PAYS DE L'ÉCHANTILLON SELON LE NOMBRE DE COMPAGNIES INSCRITES À LA FIN DE L'ANNÉE 1990 ET 2000 ET DISTRIBUTION DU NOMBRE DE COMPAGNIES INSCRITES À LA FIN DE 1990 ET DE 2000 144

TABLEAU 16 :ÉVOLUTION DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE DES MARCHÉS CANADIENS ENTRE 1990 ET 2001. LES MONTANTS SONT EXPRIMÉS EN MILLIARDS $ CANADIENS ET MESURÉS LE 31 DÉCEMBRE DE CHAQUE ANNÉE 146

TABLEAU 17 :DISTRIBUTION DU RANG DES 6 PREMIERS PAYS À LA FIN DE 1990 ET DE 2000 EN TERMES DE CAPITALISATION BOURSIÈRE, DISTRIBUTION DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE EN MILLIARDS $ US, SUIVANT LES DONNÉES DE S&P. LE VOLET A PRÉSENTE LES DONNÉES BRUTES, LE VOLET B PRÉSENTE LES DONNÉES NETTES DE LA FLUCTUATION DE L'INDICE 148

TABLEAU 18 :ÉVOLUTION DU VOLUME BRUT DE TRANSACTIONS EXPRIMÉ EN MILLIARDS $ CANADIENS DES DIFFÉRENTS MARCHÉS BOURSIERS CANADIENS .. 150

TABLEAU 19 :DISTRIBUTION DU RANG DES PAYS DE L'ÉCHANTILLON ET DU VOLUME DE TRANSACTIONS, EN MILLIARDS $ US EN FIN D'ANNÉE 1990 ET 2000. LE VOLET A PRÉSENTE LES DONNÉES BRUTES, LE VOLET B PRÉSENTE LES DONNÉES NETTES DE LA FLUCTUATION DE L'INDICE 151

TABLEAU 20 :DISTRIBUTION ANNUELLE DU NOMBRE ET DE LA VALEUR TRANSIGÉE DES TITRES INTERCOTÉS ÉTRANGERS ET AMÉRICAINS, ET RÉPARTITION DES TRANSACTIONS ENTRE LE CANADA ET LES AUTRES PAYS 154

TABLEAU 21 :DISTRIBUTION ANNUELLE DU NOMBRE ET DE LA VALEUR TRANSIGÉE DES TITRES CANADIENS TRANSIGÉS AUX ÉTATS-UNIS ET RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES TRANSACTIONS 156

FIGURES

Pages

FIGURE 1 :CROISSANCE CUMULÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE CANADIENNE SUR LA BOURSE DE TORONTO ENTRE 1991 ET 2001. LA CROISSANCE NETTE EST LA CROISSANCE BRUTE AJUSTÉE POUR LES FLUCTUATIONS DE L'INDICE DES PRIX SP/TSX COMPOSITE EN FIN D'ANNÉE 147

FIGURE 2 : CROISSANCE CUMULÉE DU VOLUME DE TRANSACTION SUR LA BOURSE DE TORONTO ENTRE 1991 ET 2001. LA CROISSANCE NETTE EST LA CROISSANCE BRUTE AJUSTÉE POUR LES FLUCTUATIONS DE L'INDICE DES PRIX SP/TSX COMPOSITE 152

RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

SOMMAIRE

L'idée d'instaurer une commission nationale des valeurs mobilières au Canada a été récemment remise de l'avant. En octobre 2002, le Vice-premier ministre et ministre des Finances du Canada mandatait Monsieur MacKay afin qu'il définisse un processus qui permettrait de déterminer le meilleur système de réglementation des valeurs mobilières correspondant aux besoins du Canada. Au terme d'un constat qui révèle « un éventail de problèmes avec le système actuel », MacKay préconise et obtient la mise en place d'un comité chargé de « procéder à l'examen qui s'impose et de faire des recommandations (...) aux décideurs ». Le constat est sévère : « le système actuel, tel qu'il est appliqué, doit être amélioré sensiblement et ce, sans perdre de temps ». Dans le même sens, le Rapport quinquennal de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario recommande, en tout premier lieu, la création d'une commission des valeurs mobilières unique au Canada. Le premier chapitre de ce rapport est d'ailleurs intitulé : « La nécessité de créer un seul organisme de réglementation ».

La cause semble donc être entendue. Pourtant, Harris (2002) souligne que le débat ne repose sur aucune étude empirique rigoureuse et il déplore la connaissance très limitée que nous avons des problèmes réels du marché canadien des valeurs mobilières. Nous avons mené une analyse approfondie des diverses dimensions du problème afin de comprendre cet apparent paradoxe, où l'absence de connaissances rigoureuses n'exclut ni le constat de problèmes graves ni des recommandations d'actions rapides et importantes. Les arguments avancés pour justifier la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières ne sont pas nouveaux. Ils ont été mis de l'avant à plusieurs reprises au cours des vingt dernières années :

- La réglementation du secteur financier au Canada est trop complexe et notamment l'existence de treize autorités des valeurs mobilières (dix provinces et trois territoires) est préjudiciable au bon fonctionnement du marché.

- Cette situation augmenterait les coûts d'émission et de conformité et donc, de façon générale, nuirait à la compétitivité du marché canadien. Les coûts globaux de la réglementation, plus élevés que dans d'autres pays, seraient particulièrement dommageables au Canada, en raison de la taille réduite du marché.

- La réglementation serait confuse, parfois non appliquée, et cette situation nuirait autant au secteur du courtage qu'au financement des entreprises en croissance. Le cloisonnement des autorités de valeurs mobilières au Canada rendrait ingérables les situations complexes mettant en cause des investisseurs, intermédiaires et émetteurs situés dans diverses juridictions.

- Les coûts liés à l'existence de différences dans les lois provinciales et la multiplicité des juridictions pénaliseraient les entreprises, les intermédiaires et globalement les marchés au Canada. Cette situation aurait peu évolué, et serait même inchangée depuis le rapport Porter de 1964, en raison de l'inefficacité relative des efforts d'harmonisation entrepris au Canada.

- La globalisation des marchés plaiderait en faveur d'une réglementation unique des valeurs mobilières au Canada et il serait indispensable que le Canada parle d'une seule voix.

- Le système réglementaire canadien répond lentement aux changements rapides de l'environnement, en raison de la nécessité de concertation des différents organismes impliqués. Seule une commission unique pourrait faire face aux problèmes comptables et financiers de type Enron et la multiplication de ces problèmes plaide en faveur d'une réglementation centralisée. Finalement une réglementation uniforme éviterait une course aux minima, qui se produit lorsque plusieurs juridictions réglementaires entrent en concurrence.

La majorité des arguments avancés pour appuyer cette thèse de l'inefficacité de la réglementation des valeurs mobilières sont peu développés sur le plan de la théorie de la réglementation ainsi que sur celle de la finance, et ne reposent généralement que sur des affirmations. Le débat qui anime actuellement le secteur est une nouvelle illustration du phénomène que décrit Lacasse (1995) : les décisions de politiques économiques et réglementaires canadiennes ont plus souvent été pilotées par des mythes, mis de l'avant par des groupes de pression, que par l'exploitation réelle du savoir, c'est-à-dire des recherches indépendantes et rigoureuses. Il est donc inquiétant de constater que l'on puisse envisager de réformer un système qui n'a pas été analysé rigoureusement et sur la base d'affirmations provenant essentiellement de groupes de pression. Il importait donc de fournir les éléments de base d'une analyse structurée pour répondre aux propositions et affirmations relatives à la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Nous discutons en premier lieu l'un des principaux arguments des tenants de la centralisation, qui porte sur l'existence et le manque de concertation des 13 commissions des valeurs mobilières. C'est l'occasion de montrer comment est répartie l'activité des valeurs mobilières au Canada et de présenter les importants progrès réalisés vers l'harmonisation de la réglementation canadienne dans ce domaine.

Nous analysons en seconde partie les arguments et évidences relatifs au manque d'efficacité du marché canadien des valeurs mobilières en termes de coût de transaction, sur les marchés primaires et secondaires. Nous présentons également nos propres estimations des coûts comparés des émissions initiales au Canada et aux États-Unis.

L'analyse des divers autres arguments généralement invoqués pour justifier la révision en profondeur du système de réglementation, soit la faiblesse du Canada au niveau des instances internationales, les conflits de juridiction, les délais de réponse, les scandales financiers américains et l'inefficacité des efforts d'harmonisation fait l'objet de la troisième partie.

À l'approche d'une centralisation réglementaire, nous opposons, en quatrième partie, une approche de concurrence réglementaire, qui prévaut notamment dans le domaine de la loi des sociétés aux États-Unis. Nous présentons également la formule intermédiaire de la délégation réciproque sur laquelle est fondé le système de passeport européen.

Nous mettons ensuite en évidence les différences très importantes qui séparent les marchés canadiens et américains et rendent difficile la transposition, au Canada, du schéma réglementaire américain parfois cité comme référence.

Enfin, nous étudions l'évolution du marché canadien des valeurs mobilières au cours de la dernière décennie, et présentons les principaux défis qu'il devra relever. Le débat entourant le dynamisme du marché canadien est actuellement limité à une seule de ses composantes, soit la dimension réglementaire. Sans nier l'importance de cette dimension, il est bien établi que le dynamisme d'un marché boursier dépend de bien d'autres facteurs, dont les mécanismes et coûts de transaction et, de façon plus générale, de la qualité de ce marché. Une réflexion sur la réglementation ne saurait en effet exclure l'évolution et la nature même de l'industrie réglementée.

1) Le débat et ses principaux enjeux

Le principal argument avancé par les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières au Canada est que les intervenants ont à faire face à treize commissions des valeurs, ce qui occasionne des coûts supplémentaires et nuit à la compétitivité du marché canadien. Sur les 4 131 entreprises inscrites, 20 % doivent être considérées comme inactives. Il ressort également que quatre provinces monopolisent la quasi-totalité des émissions (97 %), des sociétés inscrites en Bourse (90 %), de la population (85 %) et de l'activité économique au Canada. La très grande majorité des émetteurs ne s'adresse donc, en fait, qu'à une ou deux commissions de valeurs et il est donc difficile de prétendre que l'émetteur canadien aura à faire face à 13 commissions. Dans les faits, et pour s'adresser à la quasi totalité des investisseurs, il devra satisfaire quatre juridictions. Les divergences qui subsistent ne concernent plus, en 2003, que des éléments relativement limités du droit des valeurs mobilières.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont instaurés divers mécanismes pour limiter les problèmes posés par l'existence de juridictions multiples. Il s'agit :

- du protocole d'entente relatif aux régimes d'examen concerté des demandes de dispense, d'une part et du prospectus et de la notice annuelle, d'autre part, mis en place par l'adoption du *Memorandum of Understanding* entre toutes les commissions de valeurs mobilières du Canada. Le décideur d'une autorité en valeurs mobilières donnée peut se baser principalement sur l'analyse et l'examen effectués par le personnel d'une autre autorité en valeurs mobilières. Ce système est connu sous l'acronyme de REC (Régime d'examen concerté).

- du protocole d'entente entre les différentes autorités en valeurs mobilières canadiennes, destiné à encadrer et à simplifier la surveillance des Bourses, le « SuperMOU ». Chaque bourse reconnue et chaque système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu relève d'une autorité principale, chargée de sa surveillance, et d'une ou plusieurs autorités de dispense. L'autorité principale s'engage à informer l'autorité de dispense de ses activités de surveillance, et à lui fournir toute information utile demandée par l'autorité de dispense.

- du régime simplifié d'inscription du représentant d'un courtier, permettant d'inscrire efficacement les représentants des firmes de valeurs mobilières auprès de plusieurs autorités de valeurs mobilières.

- des normes et autres textes de portée canadienne, fruit d'un travail de concertation réalisé par l'intermédiaire des ACVM. La proportion des normes qui ne sont pas harmonisées est actuellement très faible. La plupart des opérations qui relèvent des valeurs mobilières sont désormais régies par les normes nationales, dont une liste se trouve sur les sites des commissions provinciales.

- du projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, destiné à éliminer les différences subsistant entre les lois provinciales et territoriales. Ce projet a été déposé au début de 2003.

Les procédures mises en place ne vont pas encore jusqu'au principe, accepté en Europe, de la reconnaissance mutuelle et l'effort d'harmonisation des lois des valeurs mobilières n'est pas totalement complété. Les quelques différences qui subsistent touchent des articles qui n'ont pu être encore harmonisés en raison du caractère très diversifié du marché canadien, où des centaines de titres miniers de l'Ouest côtoient les titres de grande capitalisation basés surtout en Ontario. Elles découlent aussi de la présence, au Canada, de deux systèmes de Loi différents. Toutefois, le système de passeport reposant sur une réglementation harmonisée est au cœur de la proposition faite par les Ministres des provinces et territoires responsables des valeurs mobilières, qui figure dans le document de consultation de juin 2003.

2) Les coûts de la réglementation et l'inefficacité

Selon les promoteurs de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières, il existerait de graves problèmes d'efficacité, en termes de coûts excessifs et de délais découlant de l'observation des lois et des règlements.

Il convient tout d'abord de souligner l'absence de toute analyse rigoureuse des coûts de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, ainsi d'ailleurs qu'aux États-Unis, vraisemblablement en raison des difficultés de leur estimation. La réglementation implique en effet trois types de coûts : les coûts directs des organismes, les coûts indirects ou supplémentaires subis par les agents pour se conformer à cette réglementation et les coûts de distorsion. L'estimation comparée des coûts directs est difficile en raison des différences qui séparent les structures de réglementation du secteur financier des différents pays. Alors que le Royaume-Uni ne comporte plus qu'une autorité unique, de nombreux autres pays réglementent de façon distincte les secteurs de la Banque, des assurances et des valeurs mobilières. Très peu de travaux empiriques portent sur la mise en évidence des coûts supplémentaires liés à la réglementation, et ils concernent très majoritairement des éléments particuliers des réglementations américaines. Nous n'avons connaissance d'aucune étude rigoureuse des coûts supplémentaires induits par la réglementation canadienne. Il est cependant important de mentionner trois dimensions importantes. Il s'agit de la mise en perspective des coûts réglementaires, de la prise en compte des bénéfices de la réglementation et enfin des effets de la réglementation sur les émissions initiales.

Mise en perspective : Même si les coûts de la réglementation des valeurs mobilières sont importants, ils méritent d'être mis en perspective. Les émetteurs et les investisseurs subissent en effet, lors des transactions, diverses formes de coûts sur les marchés primaires et secondaires, dont la réglementation n'est qu'une composante. Ces coûts ont quatre origines : l'écart ou fourchette qui sépare les prix offerts et demandés, l'effet prix qui résulte de l'annonce des ordres importants sur le prix et se substitue à la fourchette lorsque les blocs sont échangés sur un marché direct (*upstairs market*), la rémunération des courtiers et enfin les coûts de règlement des transactions.

Au Canada, les seuls coûts de transactions peuvent être estimés, pour l'année 2001, à 5,7 milliards de $, si on se base sur les taux en vigueur aux États-Unis, ce qui conduit certainement à sous-évaluer les frais canadiens. La réglementation intervient relativement peu à ce niveau, et les frais sont essentiellement liés à la rémunération des intermédiaires. Les dépenses des 4 principales commissions des valeurs mobilières canadiennes peuvent être estimées à 104,09 millions pour la même année. Imputer aux seuls coûts de la réglementation l'inefficacité relative des marchés canadiens revient à négliger le fait que l'essentiel des coûts de transaction est lié au

fonctionnement des marchés et aux commissions de courtage, qui relèvent principalement de l'industrie du courtage elle-même.

Coûts et bénéfices : Les coûts de la réglementation devraient être mis en perspective par rapport à leurs bénéfices. La réglementation optimale est celle dont le coût marginal égale le bénéfice marginal. Plusieurs auteurs considèrent que cet équilibre ne peut être atteint que par le jeu de la concurrence entre les juridictions, et dénoncent l'approche du monopole réglementaire. Il ne semble pas exister d'études coûts - bénéfices de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Les émissions initiales : Les émissions initiales sont probablement l'aspect du commerce des valeurs mobilières où la réglementation a les effets les plus importants. Le passage du statut de société fermée à celui d'émetteur assujetti s'accompagne d'exigences élevées, alors que la taille des entreprises est relativement modeste. Le poids relatif des exigences est donc potentiellement élevé. Quatre études montrent que le coût des émissions initiales est sensiblement moins élevé au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis, qui ne souffrent pas de la présence de Commissions des valeurs mobilières multiples. Le processus d'émission initiale est non seulement moins coûteux au Canada, mais il est également plus rapide. Il est donc difficile de défendre que la présence de plusieurs autorités des valeurs mobilières au Canada pénalise fortement la compétitivité du marché primaire des valeurs mobilières, d'autant que dans les deux pays, les commissions de courtage constituent la part la plus importante des coûts directs totaux. En outre, nos propres estimations montrent que les coûts imputables à la sous-évaluation, non liés à la réglementation mais associés au comportement des courtiers, sont en moyenne très supérieurs au total des coûts directs, en particulier aux États-Unis. L'avantage du Canada en termes de coûts directs est de l'ordre de 2 % du produit brut pour une émission d'un montant inférieur à 1 million. Il est de 1 % environ pour les émissions dont le produit brut est compris entre 1 et 100 millions. Il semble donc peu vraisemblable que les frais liés à la réglementation puissent être un facteur significatif d'augmentation des coûts et une barrière aux émissions.

Il existe bien peu d'évidences à l'effet que la structure actuelle de réglementation canadienne désavantage fortement ce pays : les émetteurs subissent des coûts moins élevés qu'aux États-Unis, les coûts directs semblent inférieurs à ceux de l'Australie qui a regroupé les commissions des valeurs mobilières et les coûts directs de réglementation ne sont qu'une fraction minime des frais encourus par les investisseurs et émetteurs. Il est possible que le niveau global de la réglementation ne soit pas optimal. Nous ne disposons toutefois pas d'études qui pourraient le confirmer.

3) Les arguments divers

Un certain nombre d'arguments divers sont régulièrement évoqués pour justifier une révision du mode canadien de réglementation des valeurs mobilières. Nous les discutons ci-après successivement.

Le Canada est affaibli au niveau des instances internationales, et devrait parler d'une seule voix, en raison de la mondialisation des marchés. Cet argument peut difficilement être considéré comme majeur. L'existence et les initiatives des ACVM montrent que le niveau de concertation entre les commissions des valeurs mobilières est élevé et la communauté de vues importante. Il est donc possible de retourner l'argument. Le poids du Canada n'est-il pas plus important parce qu'il dispose de quatre représentants sur l'instance internationale que constitue l'Organisation internationale des commissions de valeurs, alors que ces représentants collaborent étroitement sur la plupart des dossiers?

Les conflits de juridiction existent dans la mesure où les intervenants peuvent faire face à treize juridictions différentes en termes de procédures pénales. Ce problème des compétences interjuridictionnelles se pose au niveau mondial et pas seulement au niveau du Canada, et a d'ailleurs conduit à la Directive européenne sur les services d'investissement (DSI 93). L'une des réponses aux problèmes de juridictions multiples est le principe de coopération, ainsi que le projet d'établir une réglementation harmonisée des valeurs mobilières au Canada.

Les délais de réponse aux changements rapides de l'environnement sont longs, en raison de la nécessité de concertation des différents organismes impliqués. Même s'il existe des possibilités pour que l'implantation des solutions soit plus rapide dans un système centralisé, il n'est pas évident que la détection des problèmes et la proposition des solutions soient accélérées par la création d'une commission unique. Ici encore, les tenants de la concurrence réglementaire insistent sur le fait que seules des organismes placés en situation de concurrence réagiront rapidement aux changements des conditions des marchés.

Les manipulations comptables ayant conduit aux scandales financiers américains seraient évitées dans un système centralisé de valeurs mobilières. Il semble paradoxal d'invoquer les scandales financiers, qui ont touché principalement les entreprises américaines, pour invoquer la centralisation des valeurs mobilières au Canada. En effet, ces abus ont eu principalement lieu dans un pays où l'essentiel de la réglementation des valeurs mobilières relatives aux grandes entreprises est sous la responsabilité du gouvernement fédéral et d'une commission unique, la SEC. De plus, la volonté du gouvernement fédéral américain d'imposer une loi uniforme des valeurs mobilières semble avoir eu des effets indirects négatifs, incluant, pour certains chercheurs, les scandales financiers récents. Ces effets ont été renforcés par l'inaction et le manque de moyens de la SEC. D'ailleurs, les observateurs s'entendent

généralement pour estimer que ce ne sont pas les réglementations, mais bien leur absence de mise en application, notamment par la SEC, qui sont à l'origine des scandales récents. Sur la base de l'exemple américain, il ne semble pas que l'affaire Enron puisse être un argument très solide pour exiger la création d'une commission unique.

Pour les tenants de la centralisation, les efforts d'harmonisation seraient inefficaces. En dépit des normes canadiennes et des initiatives en cours, la législation des valeurs mobilières n'est pas totalement harmonisée. Le processus de collaboration structuré par l'intermédiaire des ACVM est relativement récent et certaines initiatives importantes ont été mises en place après 1997. Le processus d'harmonisation se poursuit. Il n'est cependant pas évident qu'une uniformisation parfaite soit souhaitable, en raison du caractère très hétérogène du marché canadien dont les spécificités locales permettent de le considérer comme un ensemble de marchés plutôt que comme un marché unique. La plupart des écrits semblent toutefois minimiser le niveau d'harmonisation auquel sont parvenues les ACVM. L'étude des normes nationales montre toutefois qu'elles régissent maintenant une très grande partie des activités de valeurs mobilières.

Le fardeau réglementaire empêcherait les entreprises en croissance d'accéder au financement. Les dispositions qui entourent le placement privé sont encore divergentes suivant les juridictions canadiennes, en particulier en matière d'investisseur averti. Des efforts d'harmonisation importants ont été réalisés et se poursuivent. Le nombre élevé des émissions initiales, notamment dans le cadre des sociétés de capital de démarrage, la mortalité importante et les performances comptables et boursières très faibles des sociétés nouvellement inscrites inciteraient d'ailleurs à penser que la réglementation canadienne permet trop facilement l'accès du marché boursier aux entreprises en démarrage.

Les divers arguments qui sont avancés pour justifier la création d'une commission unique ne semblent donc pas très convaincants. Les avantages du système actuel sont systématiquement omis du débat, et la centralisation souvent présentée comme l'unique solution aux divers problèmes évoqués. Or, cette solution conduit au monopole réglementaire, modèle décrié par de nombreux chercheurs.

4) La concurrence réglementaire

Les arguments mis de l'avant par les promoteurs de la centralisation de la réglementation supposent qu'une autorité unique serait en mesure de réglementer le secteur des valeurs mobilières de façon optimale et à un coût inférieur. Une réglementation parfaitement homogène serait préférable à la situation qui prévaut actuellement. À cette vision s'oppose une approche de type marché, qui prévaut notamment dans le domaine de la loi des sociétés aux États-Unis. Suivant cette approche, la concurrence interne et externe entre les organismes de réglementation

devrait finir par provoquer une harmonisation moins totale et stable que celle qui prévaut par la centralisation mais plus conforme aux besoins réels des intervenants. Entre les deux positions extrêmes apparaissent des formules intermédiaires, telle celle de la délégation réciproque, sur laquelle est fondé le système de passeport européen.

Pour de nombreux auteurs, la concurrence réglementaire est une situation nécessaire pour contrebalancer un pouvoir excessif des instances centrales qui n'agissent pas forcément de façon à maximiser le bien-être collectif ainsi que pour permettre la mise en place de mécanismes pouvant conduire à un optimum en termes d'utilité collective. Le contre argument à cette proposition repose sur la notion de course aux minima : placés en situation de concurrence, les organismes seraient incités à réduire leurs exigences pour attirer des transactions et des émetteurs. Au-delà du fait qu'un tel comportement défavorise à terme le marché local en augmentant le risque et le coût du capital des émetteurs, il existe divers mécanismes qui permettent de limiter cette course, notamment l'établissement de normes minimales communes. Plusieurs évidences suggèrent cependant que la course au sommet, et non aux minima, prévaut dans le domaine des valeurs mobilières où, traditionnellement, les juridictions les plus exigeantes ont attiré un nombre élevé d'émetteurs et d'investisseurs.

La situation de concurrence en termes de lois des sociétés aux États-Unis semble avoir conduit à l'émergence de lois relativement uniformes dans les différents États, même si certains auteurs critiquent ce modèle. La concurrence a été menée par l'État du Delaware, où sont incorporées plus de la moitié des sociétés américaines et qui, de 1996 à 2000, a incorporé 90,22 % des nouvelles entreprises qui ont choisi un État autre que leur État d'origine. Ce mouvement ne semble pas se faire au détriment des investisseurs, puisque les changements de lieu d'incorporation vers le Delaware semblent être perçus positivement par le marché boursier. Des spécialistes américains, tels que Roberta Romano, de l'université Yale, suggèrent que l'on applique au droit des valeurs mobilières les principes de concurrence qui prévalent en droit des sociétés.

Dans le secteur des valeurs mobilières, soumis à des changements constants, la rapidité d'adaptation des lois et règlements ainsi que la prompte détection des problèmes et tendances est essentielle. Le système européen de reconnaissance mutuelle permet une certaine forme de concurrence qui favorise les innovations. Ce système n'entraîne pas la disparition des autorités locales, dont plusieurs pays assurent actuellement le renforcement. Il permet en outre l'existence de différences qui peuvent rendre compte de réalités distinctes dans les différents pays. Comme le marché européen, le marché des valeurs mobilières canadien est hétérogène, sur le plan des caractéristiques des entreprises et des initiatives provinciales. En raison de la structure de sa réglementation, le Canada se trouve depuis des années dans un système de concurrence réglementaire imparfaite. Les diverses juridictions peuvent élaborer des réglementations différentes, mais les émetteurs et intermédiaires demeurent soumis à la juridiction des provinces où ils opèrent ou offrent des valeurs.

Un tel système favorise les innovations. La création de programmes tels que le Régime d'Épargne-actions du Québec ou celui des Sociétés de capital de démarrage (*Capital Pools*) en Alberta, ou encore le cas des frais de courtage négociés sont des exemples d'innovation qui ont été menées dans une province puis ont été copiées dans les autres.

La situation européenne combine concurrence réglementaire en matière de valeurs mobilières et normes minimales. Les démarches actuelles suite au rapport Lamfalussy, la révision de la DSI 93, les nouvelles directives sur les prospectus et le Plan d'action sur les services financiers constituent les différents moyens mis en œuvre par la communauté Européenne pour pallier aux dysfonctionnements du système de reconnaissance mutuelle institué en 1993. L'absence de normes minimales et de mécanismes permettant leur élaboration et leur implantation explique l'insuccès du processus de reconnaissance mutuelle mis en place en 1993. L'objectif des démarches récentes, et notamment des suites au rapport Lamfalussy est d'instaurer les normes minimales requises pour que le système de reconnaissance mutuelle fonctionne correctement, et non de prévoir la création d'une commission des valeurs unique en Europe. Le forum permettant l'élaboration de normes communes opère déjà au Canada, et les normes minimales communes existent dans la quasi-totalité des domaines. Rien ne s'oppose donc à la mise en place d'un système de passeport.

La situation de monopole réglementaire n'est pas forcément préférable à celle de la concurrence réglementaire. Chacun des deux systèmes présente des avantages, mais le débat actuel ne mentionne que des désavantages, perçus ou réels, du système actuel. Il est vrai qu'en l'absence d'un effort d'harmonisation, qui permet une reconnaissance mutuelle, un système fractionné présente des désavantages nets. Toutefois, le marché canadien a fortement évolué depuis deux décennies et l'option choisie par la Communauté Européenne mérite d'être sérieusement considérée, d'autant que le modèle américain, parfois cité en exemple, n'est certainement pas transférable au Canada.

5) Les systèmes financiers canadiens et américains : concurrence et réglementation

La situation américaine est souvent évoquée comme exemple d'une situation de centralisation de la réglementation et de sa mise en œuvre dans un État fédéral. Des différences importantes séparent cependant les deux marchés.

Le marché financier américain est très fragmenté, autant au niveau bancaire que dans le domaine des valeurs mobilières. La centralisation de la réglementation peut être optimale dans un tel cas, bien que de nombreux chercheurs contestent cette optimalité. Le monopole réglementaire n'est cependant qu'apparent : il n'existe ni au niveau bancaire, ni en termes de loi des sociétés, et n'est que partiel en matière de valeurs mobilières. Le Bureau du vérificateur général des États-Unis relève qu'en mars 2002, la SEC supervise neuf Bourses, le marché au comptoir et soixante-dix

systèmes de négociation alternatifs, ainsi que douze agences de compensation. Les marchés bancaires et des valeurs mobilières américains comportent donc un grand nombre d'intervenants, qui se livrent une forte concurrence. Les États-Unis vivent une situation de concurrence réglementaire dans le domaine des lois des sociétés. Dans le secteur bancaire, un système dual a été mis en place, qui permet également une certaine forme de concurrence. La réglementation des valeurs mobilières est segmentée, les petites émissions locales étant régies localement. La SEC peut être considérée comme un monopole réglementaire en ce qui concerne les titres importants, face à une industrie concurrentielle et fragmentée. Dans le domaine des valeurs mobilières, les États-Unis sont réputés avoir une réglementation lourde, exigeante et coûteuse. Cette réglementation s'applique à un univers d'entreprises bien différent de celui du Canada, où les petites émissions prédominent. La SEC est jugée comme étant peu efficace, lente et en manque de ressources. Les États-Unis ne sont donc pas un modèle de centralisation réglementaire dans les divers domaines liés au secteur financier.

À l'opposé, le système financier canadien est très fortement concentré. Pour le Groupe de travail sur l'avenir des services financiers canadiens (Rapport MacKay), le Canada est le pays développé où le secteur bancaire est le plus concentré, en 1997. L'étude de la Banque des règlements internationaux confirme ces données et démontre en plus une forte croissance de la concentration, qui passe de 60,2 à 77,1 % de 1990 à 1997. Une telle augmentation n'est perceptible dans aucun autre pays. Le Canada semble être, avec les Pays-Bas, le pays de l'OCDE où le secteur bancaire est le plus concentré. Malgré cette concentration déjà élevée, les plus grandes banques ont tenté à plusieurs reprises de se regrouper. En 2001, les six principales firmes de courtage intégrées, filiales de courtage des six grandes banques canadiennes, ont généré plus de 70 % du chiffre d'affaires de l'industrie. Toutes les grandes firmes de courtage intégrées du Canada appartiennent donc à six banques représentant plus de 90 % de l'actif bancaire total en 2002. Ces institutions sont fortement impliquées dans la détention des Bourses ainsi que dans les conseils d'administration des divers organismes d'autoréglementation, où ils détiennent la majorité des siéges (54 %) contre 8 % aux émetteurs et aucun aux investisseurs.

Le Canada n'a plus qu'un groupe boursier, deux agences de compensation, un service de réglementation et quelques systèmes de négociations parallèles, qui sont pour la plupart sous le contrôle direct ou indirect des grandes banques et des courtiers associés. À notre connaissance, aucun pays développé ne présente un tel niveau de concentration bancaire, financier et autoréglementaire. Le volet financier est régi par les commissions des valeurs mobilières provinciales. Les propositions de centralisation des responsabilités de la réglementation des valeurs mobilières conduiraient à laisser, face à cet ensemble, une seule commission des valeurs mobilières. L'établissement d'une commission nationale conduirait à la mise en place d'un monopole réglementaire. L'autorisation de la fusion des banques, qui possèdent les principales firmes de courtage, ainsi que la concentration grandissante dans ce

secteur semblent conduire le Canada à une situation d'oligopole. Suivant les prévisions des théoriciens de la réglementation, cette situation où un monopole réglementaire régit un oligopole est potentiellement dangereuse. Ceci ne peut être évacué de la discussion actuelle qui entoure la restructuration de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Le cadre réglementaire américain est complexe. La réglementation des émissions locales est demeurée sous la responsabilité des États, et ces émissions sont semblables à la très vaste majorité des émissions canadiennes. Le système américain n'a pas prouvé son efficacité et rien ne permet donc de penser que le modèle de réglementation des valeurs mobilières américain soit transposable au Canada. Par ailleurs, la concentration très élevée du secteur financier canadien rend dangereuse une solution réglementaire qui reposerait sur un organisme unique.

Les sections qui précèdent ne doivent pas laisser croire que le marché canadien des valeurs mobilières n'est pas menacé. Il fait face à des défis considérables, mais il ne semble pas que la structure provinciale de la réglementation en soit à l'origine.

6) Évolution du marché canadien des valeurs mobilières : constats et défis

Selon les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières, la décentralisation de la réglementation et les multiples commissions de valeur nuiraient au développement du marché boursier canadien. Comme il existe peu d'information relative à ce marché, nous analysons son évolution au cours de la dernière décennie et mettons en évidence les caractéristiques particulières du marché canadien des valeurs mobilières.

Celui-ci se distingue des autres marchés développés par la présence de très nombreuses entreprises de faible capitalisation : en 2002, 67 % des sociétés opérantes ont un avoir des actionnaires inférieur à 10 millions $, et moins de 600 pourraient accéder au Nasdaq. De plus, le marché canadien se caractérise par la présence de très nombreuses nouvelles entreprises. En moyenne 189 premiers appels publics à l'épargne sont recensés chaque année. Le marché canadien se distingue également par une importante mortalité des sociétés inscrites.

La capitalisation boursière du marché canadien a plus que triplé durant la dernière décennie, passant de 242 milliards $ US à la fin de l'année 1990 à 771 milliards $ US en 2000. Le Canada, en 2000, se positionne derrière la France, l'Allemagne et la Suisse. La capitalisation boursière de l'Allemagne triple en 10 ans alors que celle du Japon stagne. Si l'on corrige ces variations pour neutraliser les variations de l'indice boursier l'augmentation réelle de la capitalisation canadienne est cependant très inférieure à celle des autres pays (à l'exception du Japon). La création de capital nette canadienne n'est que de 16 % en dix ans, contre 62 % en France, 52 % au Royaume Uni et en Allemagne et 24 % aux États-Unis.

La croissance réelle de la capitalisation canadienne et de son volume de transaction est lente, peu différente de celle de l'économie, et la position relative du Canada par rapport aux principaux pays de l'OCDE se détériore. Le Canada présente un faible attrait pour les sociétés étrangères et la présence des sociétés étrangères sur le marché canadien est symbolique : plus de 99,9 % de la valeur des transactions sur ces titres échappe au marché canadien. Le marché boursier canadien ne semble plus attirer les transactions portant sur les titres étrangers. En revanche, le marché américain capture une part importante des transactions des grandes entreprises canadiennes intercotées. Plus du tiers des titres canadiens à fort volume de transaction sont désormais davantage échangés aux États-Unis qu'au Canada. Il s'agit d'une situation très préoccupante compte tenu de l'importance du marché des valeurs mobilières pour un pays.

Le marché canadien n'est pas le marché dominant (celui où s'effectuent la majorité des échanges) pour les titres étrangers, et il perd progressivement son rôle de marché dominant pour les titres canadiens à valeur de transaction élevée. Il est possible que ce phénomène s'amplifie, dans la mesure où les modèles prédisent que le transfert des transactions continuera à basculer vers le pays qui offre les conditions de transaction les plus favorables. De plus, l'internalisation des transactions (*upstairs market*) se développe rapidement, et seulement 30 % de la valeur totale des transactions portant sur les titres de sociétés canadiennes se font maintenant sur le marché régulier de Toronto. Cette situation est généralement perçue comme problématique et le NYSE, par exemple, limite fortement cette pratique.

L'étude des facteurs amenant les investisseurs à préférer un marché à un autre montre que le marché des valeurs mobilières canadien fait face à de très importants défis. Les facteurs qui attirent les investisseurs et les émetteurs sont principalement la qualité de marché, l'effet de certification et l'effet de visibilité des entreprises.

La qualité des marchés : les investisseurs, et à leur suite les émetteurs sont attirés par des marchés à forte liquidité, où les échanges de blocs importants de titres ont un effet minimal et où les frais d'exécution des transactions sont les moins élevés possibles. Les émetteurs sont également attirés par des marchés où ils pourront prélever des montants importants, ce qui renvoie à la taille des marchés. Ils attachent également une grande importance au suivi des titres par les analystes financiers.

L'effet de certification : Les entreprises choisissent des marchés où les normes de divulgation sont plus rigoureuses que dans leur pays d'origine pour profiter de l'effet de certification et obtenir un meilleur coût du capital. Le marché canadien fait face à un dilemme : doit-on resserrer les critères de divulgation et de gouvernance pour les aligner sur les nouvelles exigences américaines telles que formulées dans la Loi Sarbanes-Oxley en matière de divulgation et gouvernance ou, au contraire, les assouplir pour satisfaire à une dimension plus locale et plus proche des contraintes des entreprises de petite taille?

L'effet de visibilité des entreprises : le fait de voir ses titres échangés sur un marché américain est perçu comme prestigieux. Certaines sociétés, dont les produits sont vendus aux États-Unis, cherchent également à faire correspondre leur actionnariat et leur clientèle.

Le processus de transfert des transactions vers les États-Unis devrait se poursuivre. Il représente un défi majeur pour le marché canadien des valeurs mobilières. Le TSX satisfait de moins en moins aux critères des Bourses globales mais davantage à ceux des marchés régionaux, définis selon Galper (1999) comme suit : *the Regional Exchange dominates its local economy. It has the greatest concentration of regional listings available and is the chief expert in these listings. By virtue of its intense national concentration, its index becomes a barometer of the health of the publicly quoted part of the regional economy. It may trade securities and derivative products. It draws its clientele primarily from regional investors, with a smaller share of international investors interested in benefiting from the available expertise and opportunities*. Quant à la Bourse de croissance TSX, elle est de toute évidence un *Small and Medium Business Market* (Schulman, 1999), catégorie où se situe également le NASDAQ. Dans la mesure où le Canada compte moins de 600 sociétés capables de s'inscrire et d'être transigées sur le NASDAQ, le TSX devrait également s'inscrire dans cette catégorie. Ceci semble d'autant plus vrai que les transactions des titres les mieux capitalisés glissent progressivement vers le marché américain. Les implications sont importantes, en termes de stratégie de développement et de réglementation. L'élément principal à considérer, pour les Bourses SMB, est la proximité : *an exchange provides a real estate function for companies in the sense that it is where companies locate their stock listings and it is where customers (investors) come to buy and sell that stock. Therefore, to enhance the profile of an SMB market, exchanges should create attractive SMB market communities with financial influence, recognized value, and uniquely beneficial services* (Schulman, 1999, p. 14). Puisque les quelques titres de très grande capitalisation glissent vers les Bourses américaines, il semble inéluctable que la Bourse canadienne devienne progressivement une Bourse d'entreprises de taille moyenne et petite, suivant les normes internationales.

Le marché canadien des valeurs mobilières fait donc face à d'importants défis en matière de politiques publiques. La révision de la structure réglementaire actuelle n'est vraisemblablement pas un élément central de cette situation. Le glissement des transactions vers les États-Unis, la part de plus en plus faible des transactions réalisées sur le *downstairs market*, le manque total d'attrait du Canada pour les titres étrangers paraissent plus problématiques. Les enjeux sont importants et ne peuvent être négligés dans la réflexion qui a cours au Canada. Les dimensions de la proximité, de l'adaptation aux différences intersectorielles et régionales, de l'encadrement des titres de faible capitalisation, du passage du capital de risque au financement public et de la survie des nouvelles émissions deviendront des enjeux majeurs. Par ailleurs, la

réduction des avantages perçus ou réels du transfert des transactions aux États-Unis devrait devenir un sujet d'étude et de réflexion crucial.

7) Conclusion

Le marché canadien des valeurs mobilières est confronté à des défis de taille. Il subit la concurrence directe d'un marché beaucoup plus vaste, où divers systèmes de marché se livrent une forte concurrence. Un examen sérieux s'impose des facteurs qui favorisent la migration des transactions hors frontière, et qui limitent très fortement les échanges, au Canada, des valeurs étrangères. Il paraît difficile d'imputer à la structure provinciale de la réglementation ces difficultés qui touchent essentiellement le marché secondaire et dont les coûts sont largement liés au fonctionnement des Bourses et des courtiers.

La réglementation est souvent présentée comme un facteur de coûts et un frein aux nouvelles émissions. Celles-ci sont relativement nombreuses et comparativement peu coûteuses par rapport aux opérations similaires menées aux États-Unis. Aucune étude n'a montré que la structure actuelle de la réglementation désavantageait les émissions canadiennes. L'analyse des prospectus et des demandes de dispense s'effectue également plus rapidement au Canada. Sans prétendre qu'il n'y a pas de place à l'amélioration, il faut admettre que l'argument des effets négatifs de la structure de la réglementation sur les émissions canadiennes manque de preuves.

Le modèle centralisateur qui est proposé changerait peu de choses au niveau d'harmonisation des Lois des valeurs mobilières qui, pour une très grande part, relèvent maintenant de normes nationales. Il créerait un monopole réglementaire, situation dangereuse compte tenu de la concentration très élevée de l'industrie réglementée et ferait perdre au Canada les avantages de la concurrence réglementaire qui prévaut actuellement. Il existe peu d'arguments à l'effet qu'une telle structure réduirait les coûts directs et l'exemple australien semble indiquer le contraire. À l'inverse, un système reposant sur une harmonisation et la reconnaissance mutuelle (le passeport) présente des avantages qui ont d'ailleurs amené la Communauté Européenne à opter pour ce mode de réglementation des valeurs mobilières.

Introduction

L'idée d'instaurer une commission nationale des valeurs mobilières au Canada n'est pas nouvelle. Anand *et al.* (1999, chapitre 11) proposent un historique détaillé des divers projets et de leur évolution, depuis l'initiative CANSEC (*Canadian Securities Commission*) de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (OSC) en 1967. Toutefois, la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (la Commission Porter) évoque déjà, en 1964, la nécessité pour le gouvernement fédéral de régir le secteur des valeurs mobilières. L'effort le plus structuré en ce domaine est certainement le rapport de Anisman (1979), intitulé *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, qui décrit un profil complet et détaillé de la législation sur les valeurs mobilières au Canada. En 1994, le gouvernement fédéral fait une proposition qui, suivant l'avis même du président de l'OSC, ne permet pas d'atteindre les objectifs attendus d'une réforme de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Aucun de ces différents projets n'a abouti. Plus récemment, un Livre blanc proposant une grille d'analyse des diverses options envisageables, au Canada, en termes de réglementation des valeurs mobilières a été divulgué (Harris, 2002)[1]. Toutefois, l'auteur écrit (p. iv): *the debate in Canada typically has not been informed by robust empirical analysis and suffers from a lack of empirical data on the central issues in respect of Canadian securities regulation.*

En octobre 2002, le Vice-premier ministre et ministre des Finances du Canada mandatait Monsieur MacKay afin qu'il définisse un processus qui permettrait de déterminer le meilleur système de réglementation des valeurs mobilières correspondant aux besoins du Canada. Le constat de MacKay (2002)[2], présenté comme un consensus, est le suivant :

- Il est d'importance nationale d'établir un système sain et efficace de réglementation des valeurs mobilières. Des marchés financiers dynamiques et équitables et leurs composantes clés (y compris l'appareil de réglementation des valeurs mobilières) sont essentiels à la bonne santé de l'économie canadienne et à la réussite des entreprises établies au Canada. Ils sont aussi indispensables à la vie des Canadiennes et des Canadiens car ils leur donnent de l'emploi et leur

[1] Harris, A.D., *A Symposium on Canadian Securities Regulation : Harmonization or Nationalization?*, *University of Toronto Capital Market Institute in Association with Canadian Foundation for Investors Education*, Toronto, Octobre 2002, disponible à http://www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/index.htm, (Livre blanc dans la suite du texte).

[2] Lettre adressée par H. MacKay au Vice-premier ministre et ministre des Finances du Canada, 15 novembre 2002, disponible à http://www.fin.gc.ca/news02/data/02-094_1f.html.

permettent d'accumuler des actifs financiers (en particulier en prévision de leur retraite);

- Dans un monde de plus en plus compétitif, les structures réglementaires du Canada doivent être de classe mondiale, et pas seulement ordinaires. Elles doivent être conçues de manière à assurer un avantage concurrentiel au Canada et aux Canadiens. Cela s'applique particulièrement à la réglementation des valeurs mobilières, compte tenu du défi constant qui consiste à définir le rôle des marchés financiers canadiens au titre de la réalisation des objectifs canadiens, malgré la puissante force d'attraction exercée par l'économie et les marchés financiers des États-Unis;

- Il est important de tenir pleinement compte des intérêts régionaux au titre de l'amélioration du système et, en particulier, de s'appuyer sur les compétences qui existent parmi les organismes de réglementation au Canada;

- S'il fallait concevoir un système canadien de réglementation des valeurs mobilières dans un contexte entièrement nouveau afin de réaliser les objectifs susmentionnés, ce système serait sans doute fort différent du système actuel;

- Le système actuel, tel qu'il est appliqué, doit être amélioré sensiblement et ce, sans perdre de temps.

Au terme d'un constat qui révèle « un éventail de problèmes avec le système actuel », MacKay plaide donc pour la mise en place rapide d'un comité chargé de « procéder à l'examen qui s'impose et de faire des recommandations (...) aux décideurs ».

Dans le présent document, nous tentons de clarifier cet apparent paradoxe, où l'absence de connaissances rigoureuses n'exclut ni le constat de problèmes graves ni des recommandations d'actions rapides.

La majorité des arguments avancés pour appuyer cette thèse de l'inefficacité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada sont classiques et ont été évoqués dans la plupart des rapports et études antérieurs. Souvent peu développés sur le plan de la théorie de la réglementation ainsi que sur celle de la finance, ils ne reposent généralement que sur des affirmations, comme le souligne d'ailleurs Harris (2002). L'objectif général de cette étude est donc d'analyser les divers arguments évoqués par les promoteurs de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières. Par ailleurs, l'énoncé de MacKay limite le débat entourant le dynamisme du marché canadien à une seule de ses composantes, soit la dimension réglementaire. Sans nier l'importance de cette dimension, il est bien établi que le dynamisme d'un marché boursier dépend de bien d'autres facteurs, dont les mécanismes et coûts de transaction et, de façon plus générale, de la qualité de ce marché. Nous abordons cette dimension en analysant l'évolution du marché canadien des valeurs mobilières depuis 1990.

L'étude vise donc un double objectif. Elle propose, en premier lieu, une analyse approfondie des principaux arguments mis de l'avant par les intervenants dans ce dossier, analyse reposant chaque fois que c'est possible sur les bases théoriques de l'économie de la réglementation et de la finance. Le second objectif est d'introduire les résultats de travaux empiriques qui cherchent à répondre à certaines des interrogations-clés soulevées dans le cadre du débat entourant la structure réglementaire canadienne.

L'étude permet également de mettre en évidence des questions importantes pour l'avenir du marché des valeurs mobilières au Canada, mais qui sont étrangement absentes de ce débat. En effet, comme le démontre et l'illustre Lacasse (1995), les décisions de politiques économiques et réglementaires canadiennes ont plus souvent été pilotées par des mythes, mis de l'avant par des groupes de pression, que par l'exploitation réelle du savoir, c'est-à-dire des recherches indépendantes et rigoureuses. Il est donc inquiétant de constater que l'on puisse envisager de réformer un système qui n'a pas été analysé rigoureusement et sur la base d'affirmations provenant essentiellement de groupes de pression. Il importait donc de fournir les éléments de base d'une analyse structurée pour répondre aux propositions et affirmations relatives à la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Cette étude comporte six parties. Dans la première, nous récapitulons les principaux éléments du débat, sans toutefois revenir sur l'historique des diverses tentatives de modification de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, puisque de telles synthèses sont disponibles notamment dans le Livre blanc, mais également dans Anand *et al.* (1999) et Ross et Neave (2001). La seconde partie est dédiée à l'analyse des arguments et évidences relatifs au manque d'efficacité du marché canadien des valeurs mobilières. Nous étudions, dans la troisième partie, les divers autres arguments généralement invoqués pour justifier la révision en profondeur du système de réglementation. La quatrième partie est dédiée à l'analyse du concept de la concurrence réglementaire. Nous avons dévolu la cinquième partie à la mise en évidence des différences très importantes qui séparent les marchés canadiens et américains et rendent difficile la transposition, au Canada, du schéma réglementaire américain parfois cité comme référence. Cette section présente également les critiques qu'apportent de nombreux intervenants au système américain. Avant de conclure, nous consacrons la sixième partie à l'étude de l'évolution du marché canadien des valeurs mobilières et aux défis qu'il devra relever. Une réflexion sur la réglementation ne saurait en effet exclure l'évolution et la nature même de l'industrie réglementée. C'est cependant souvent le cas dans le débat qui entoure la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

1ère partie

1- LE DÉBAT ET SES PRINCIPAUX ENJEUX

La question de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada est récurrente et a été relancée avec force par le comité d'étude chargé de la révision quinquennale de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (Rapport de l'OSC, 2003), dont la première recommandation se lit comme suit (p. 7) : « Nous recommandons que les provinces, les territoires et le gouvernement fédéral travaillent ensemble à la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers au Canada ». Le premier chapitre de ce rapport est d'ailleurs intitulé : « La nécessité de créer un seul organisme de réglementation » et commence comme suit : « Unissons notre voix à celles d'innombrables personnes qui croient que le moment est venu de créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Il s'agit de la question la plus urgente en matière de réglementation des valeurs mobilières en Ontario et partout au Canada. Nous exhortons la Ministre à assumer un rôle de chef de file auprès de ses collègues d'un bout à l'autre du pays afin d'éliminer tous les obstacles qui entravent toujours la création d'un seul organisme de réglementation chargé de surveiller les activités de tous les marchés financiers du Canada ».

Dans cette première partie, nous présentons et analysons les arguments mis de l'avant par les organismes et les spécialistes qui proposent une centralisation de la réglementation des valeurs mobilières (CRVM)[3], ainsi que les problèmes relevés récemment par MacKay (2002). Nous nous attacherons en particulier à l'argument voulant que les intervenants aient à faire face à treize commissions des valeurs, ce qui occasionne des coûts supplémentaires et nuit à la compétitivité du marché canadien des valeurs mobilières. Nous tenterons également de cerner l'ampleur des divergences qui subsistent entre les réglementations dans les diverses juridictions. Les arguments qui sont survolés dans cette première partie font l'objet d'analyses plus approfondies dans les parties suivantes.

1.1 Une vue d'ensemble des arguments des promoteurs de la CRVM

Les principaux arguments des promoteurs de la CRVM, ou de la révision en profondeur du système réglementaire canadien, sont liés en premier lieu à la complexité de la réglementation du secteur financier au Canada[4] et notamment à l'existence de treize autorités des valeurs mobilières (dix provinces et trois territoires). Cette situation augmenterait les coûts d'émission et de conformité et

---

[3] Les écrits de langue anglaise évoquent: *A single securities regulator with the responsability for the capital markets in Canada.*

[4] Le paysage réglementaire du secteur financier au Canada est décrit sommairement par Mohindra (2002) et de façon plus détaillée par Ross et Neave (2001) et surtout par Anand *et al.* (1999). Cette description n'a pas été reprise ici.

donc, de façon générale, nuirait à la compétitivité du marché canadien. Les coûts globaux de réglementation, plus élevés que dans d'autres juridictions, seraient particulièrement dommageables au Canada, en raison de la taille réduite du marché. La réglementation serait confuse, parfois non appliquée, et cette situation nuirait autant au secteur du courtage (où elle limiterait l'entrée de nouvelles entreprises) qu'au financement des entreprises en croissance (lettre MacKay). Les coûts liés à l'existence de différences dans les lois provinciales et la multiplicité des juridictions pénaliseraient les entreprises, les intermédiaires et globalement les marchés au Canada. La compétitivité du Canada dans un marché globalisé, c'est-à-dire sa capacité à attirer des entreprises étrangères à la recherche de capitaux et à retenir ses propres entreprises, serait mise en cause en raison du coût et de la complexité des transactions impliquant plusieurs juridictions, qui augmenteraient le coût du capital des entreprises canadiennes.

D'après le Livre blanc (p. 9), cette situation aurait peu évolué, et serait même inchangée depuis le rapport Porter de 1964, en raison de l'inefficacité relative des efforts d'harmonisation entrepris au Canada. Il n'y aurait eu, par exemple, aucune réduction de coûts pour les émetteurs lors de la mise en place du régime d'examen concerté (le REC). La globalisation des marchés plaiderait en faveur d'une réglementation unique des valeurs mobilières au Canada et il serait indispensable que le Canada parle d'une seule voix. Les juridictions sont floues et les intervenants peuvent faire face à treize juridictions différentes en termes de procédure pénale.

Le cloisonnement des autorités de valeurs mobilières au Canada rendrait également ingérables les situations complexes mettant en cause des investisseurs, intermédiaires et émetteurs situés dans diverses juridictions.

Selon la présidence de l'OSC[5], le système réglementaire canadien répond lentement aux changements rapides de l'environnement, en raison de la nécessité de concertation des différents organismes impliqués. Seule une commission unique pourrait faire face aux problèmes comptables et financiers de type Enron et la multiplication de ces problèmes plaide en faveur d'une réglementation centralisée. Finalement, d'après l'*Ontario Teachers' Pension Plan Board*[6], une réglementation uniforme éviterait une course aux minima, qui se produit lorsque plusieurs juridictions réglementaires entrent en concurrence.

Remarquons tout d'abord que le rapport de la Commission royale d'enquête sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada (1985), fruit du travail dirigé par D.S. MacDonald depuis 1982 conclut, en matière de réglementation des valeurs mobilières (volume 3, p. 187) : « Il semble en principe qu'il y ait des arguments puissants en faveur d'une réglementation fédérale. On a toutefois, en

[5] Rapport annuel 2002 de l'OSC.
http://www.osc.gov.on.ca/en/About/Publications/AnnualRpt2002/en/messages_chair.html.
[6] Mémoire déposé par l'*Ontario Teachers' Pension Plan Board* auprès de FYRC.

pratique, obtenu sensiblement le même résultat avec des juridictions provinciales à cause du rôle dominant que l'Ontario, le centre de l'industrie financière canadienne a pu jouer, souvent avec le Québec comme partenaire. Une étude[7] préparée pour la Commission prétend qu'il n'y a pas de raison sérieuse pour modifier cette entente : ici la réglementation provinciale a répondu à des objectifs nationaux. »

Dans la suite de cette section, nous analysons deux éléments importants du discours dominant, qui insiste sur la présence de treize organismes de réglementation et passe sous silence, ou encore considère comme inopérants, les mécanismes de coopération, examens concertés et autres initiatives qui ont été mis en place par ces organismes.

1.2 Réglementation et marché des valeurs mobilières au Canada

Le rapport du comité d'études chargé de l'examen quinquennal de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (OSC, 2003, p. 30), pose globalement le problème de la réglementation des valeurs mobilières au Canada de la façon suivante : « Étant donné que la réglementation des valeurs mobilières au Canada est une question de compétence provinciale, il existe treize séries de lois différentes administrées par treize organismes de réglementation provinciaux et territoriaux. Bon nombre de lois sont similaires. Certaines contiennent des dispositions entièrement différentes. Aucune n'est identique. Même lorsque les dispositions législatives sont identiques, elles peuvent être interprétées et appliquées différemment d'un territoire de compétence à l'autre. »

L'argument de la présence de treize autorités est également présent dans la lettre MacKay ainsi que dans la plupart des écrits consacrés à la réforme du système de réglementation.

On ne peut nier l'existence de treize autorités provinciales des valeurs mobilières au Canada, mais il faut observer que quatre provinces monopolisent la quasi-totalité des émissions d'actions, des entreprises inscrites, de la population et de l'activité économique au Canada. Ainsi, même s'il existe treize autorités des valeurs mobilières au Canada, la très grande majorité des émetteurs ne s'adresse qu'à une commission de valeurs. En satisfaisant aux deux commissions de l'Ontario et du Québec, un émetteur peut s'adresser à plus de la moitié de la population canadienne. L'ajout des commissions de l'Alberta et de la Colombie-Britannique permet d'émettre dans quatre provinces qui regroupent plus de 85 % de la population du pays.

---

[7] T. J. Courchene, *Economic Management and the division of Powers, The Background Studies for the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada*, 1986, 67, p. 154 à 170.

1.2.1 Les premiers appels publics à l'épargne

Le tableau 1 illustre cette situation, au niveau des premiers appels publics à l'épargne (PAPE). Sur 1891 PAPE recensés entre 1991 et 2000, soixante seulement (soit 3,2 %) proviennent d'entreprises qui n'ont pas un siège social dans l'une des quatre provinces suivantes : Alberta, Colombie-Britannique, Ontario ou Québec.

Le nombre d'entreprises provenant de provinces et territoires autres est inférieur à celui des sociétés étrangères (71) qui ont émis des actions au Canada au cours de la même période[8]. Dans les faits, quatre organismes de réglementation, et non treize, supervisent l'essentiel des émissions initiales au Canada.

1.2.2 Les sociétés inscrites

Nous avons analysé l'ensemble des entreprises inscrites sur les Bourses canadiennes, à l'aide de la base de données *CanCorp Financials*[9]. Les publications et les statistiques officielles (Boisvert et Gaa, 2002; Prospectus du Groupe TSX Inc., 2002) rapportent un total d'environ 4 000 titres inscrits au Canada, ce qui placerait le Canada au second rang mondial en termes de sociétés inscrites. Toutefois, parmi les 4 131 entreprises pour lesquelles un code de Bourse récent est disponible[10], 879 doivent être considérées comme inactives parce que la base et SEDAR ne rapportent pas l'actif total ou ne fournissent aucun état financier postérieur à 2000.

La ventilation de ces entreprises suivant le lieu d'incorporation se trouve au tableau 2. Plus de 90 % des sociétés actives sont situées dans l'une des quatre provinces les plus dynamiques en termes d'émissions initiales. On relève huit sociétés à Terre-Neuve, trois dans les Territoires du Nord-Ouest et deux à l'Île-du-Prince Édouard.[11]

L'essentiel de l'activité en termes d'émission de valeurs mobilières se concentre donc dans quatre provinces, qui rassemblaient en juillet 2001 plus de 85 % de la population canadienne. La plupart des émetteurs et intermédiaires doivent donc transiger avec quatre commissions de valeur et non treize. Les autorités canadiennes de valeurs mobilières ont entrepris et mis en place plusieurs mesures importantes pour limiter les problèmes que pose l'existence de juridictions multiples, et un plan d'action a été élaboré pour harmoniser davantage le système réglementaire. Il convient de mesurer ces efforts et les réalisations, qui rendent obsolètes certaines études et analyses menées au début des années 90.

---

[8] La plupart des entreprises étrangères qui procèdent à un premier appel public à l'épargne au Canada ne s'inscrivent pas ensuite sur une Bourse canadienne. Ces émissions sont généralement offertes simultanément dans les deux pays.

[9] Cette base de données est produite par Micromédia : http://www.micromedia.on.ca/AboutMML.htm.

[10] Les codes de Bourses ré-attribués ont été omis.

[11] Une analyse plus poussée des titres inscrits en Bourse au Canada est présentée dans la dernière partie de cette étude, consacrée aux caractéristiques du marché canadien.

Tableau 1 : Répartition des activités d'émissions initiales au Canada, 1991-2000, en fonction du lieu du siège social de la société émettrice

Lieu	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB	11	15	103	92	72	95	138	88	40	70	724
CB	28	25	39	44	42	54	77	46	69	77	501
ET	7	2	3	12	11	13	13	5	4	1	71
ON	11	12	42	57	36	52	66	55	40	28	399
AU	4	4	2	5	7	2	12	7	6	11	60
QC	0	4	19	9	11	24	21	15	12	21	136
Total	61	62	208	219	179	240	327	216	171	208	1891

Sources: *Financial Post, Report of new issues, Cancorp Financials*, www.sedar.com et www.cdnx.com. Province d'incorporation de l'entreprise émettrice : QC : Québec, ON : Ontario, AB : Alberta, CB : Colombie-Britannique, AU : Nouvelle-Écosse, Manitoba, Saskatchewan, Nouveau-Brunswick, Terre-Neuve, Territoires Nord-ouest, Île-du-Prince-Édouard, Yukon, ET : émissions de compagnies qui siègent hors Canada.

Tableau 2 : Répartition des sociétés canadiennes et étrangères inscrites auprès d'une Bourse canadienne en novembre 2002, en fonction du lieu d'incorporation

	Sociétés actives		Sociétés inactives	Total	
	Nombre	%	Nombre	Nombre	%
Colombie-Britannique	1175	36,13	222	1397	33,82
Alberta	802	24,66	270	1072	25,95
Ontario	691	21,25	177	868	21,01
Québec	304	9,35	54	358	8,67
Yukon	94	2,89	30	124	3,00
Sociétés étrangères	80	2,46	92	172	4,16
Manitoba	33	1,01	12	45	1,09
Nouvelle-Écosse	24	0,74	14	38	0,92
Nouveau-Brunswick	20	0,62	5	25	0,61
Saskatchewan	16	0,49	3	19	0,46
Terre-Neuve	8	0,25		8	0,19
Territoires du Nord-Ouest	3	0,09		3	0,07
Île-du-Prince-Édouard	2	0,06		2	0,05
Total	3252	100,00	879	4131	100,00

Source: *Cancorp Financials*, novembre 2002, une compagnie est inactive si elle n'a pas d'actif ou si elle n'a pas déposé d'états financiers après 2000. Le lieu d'incorporation des sociétés à charte canadienne a été déterminé à partir de la ville du siège social.

1.3 Les efforts de concertation et de collaboration

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sont un forum permettant aux treize organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens de coordonner et d'harmoniser la réglementation des marchés financiers. Leur mission[12] est de doter le Canada d'un cadre de réglementation des valeurs mobilières qui protège les investisseurs contre des pratiques déloyales ou frauduleuses, tout en favorisant l'équité, l'efficacité et la vigueur des marchés financiers, grâce à l'élaboration du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières, système national de réglementation, de politiques et de pratiques harmonisées en matière de valeurs mobilières. Les principales réalisations sont, jusqu'à maintenant, le régime d'examen concerté, le protocole d'entente sur la surveillance des Bourses et des systèmes de cotation et de déclaration des opérations (SuperMOU), le régime simplifié d'inscription du représentant d'un courtier (RSS), les normes canadiennes et le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières que nous présentons ci-après[13]. Les projets et objectifs des ACVM sont rassemblés sous la forme d'un plan d'action, disponible sur le site de cette organisation.

1.3.1 Le protocole d'entente relatif au régime d'examen concerté

Afin d'améliorer l'efficacité du fonctionnement des marchés des capitaux canadiens en rationalisant l'examen des demandes, les ACVM ont convenu de créer les régimes d'examen concerté[14] (REC) pour réduire le dédoublement dans l'examen des documents déposés auprès de plusieurs autorités en valeurs mobilières. Le 1er janvier 2000, le protocole d'entente relatif aux REC[15] est mis en application au Canada par l'adoption du *Memorandum of Understanding* (MOU) entre toutes les commissions de valeurs mobilières du Canada. Il s'applique au dépôt des documents dans plus d'un territoire. Il concerne les demandes de dispense, d'une part, et le prospectus et la notice annuelle d'autre part. Les REC sont l'aboutissement d'une démarche initiée en 1971[16]. Ils relèvent désormais de l'instruction canadienne 43-201, relative au régime d'examen concerté du prospectus et de la notice annuelle, ainsi que de l'instruction canadienne 12-201, relative au régime d'examen concerté des demandes de dispense. Dans le cas du Québec des avis correspondants ont été émis.

---

[12] http://www.csa-acvm.ca/francais/html_ACVM/presentation.html

[13] Mentionnons également l'existence d'autres projets actuellement en développement, tels le régime d'information intégré (RII), et le système électronique de déclaration des initiés (SEDI) lancé en mai 2003.

[14] Il s'agit d'une présentation très sommaire du fonctionnement du REC qui ne traite que des éléments pertinents à notre mandat.

[15] Le protocole d'entente relatif aux Régimes d'examen concerté a été entériné par l'ensemble des autorités en valeurs mobilières en octobre 1999. Les instructions 12-201 et 43-201 étaient en annexe à ce protocole, qui couvre donc deux régimes (Bulletin CVMQ, vol. XXX, n 29, 29 octobre 1999).

[16] Les placements au Canada étaient précédemment couverts par l'Instruction générale C-1, Approbation de documents à l'échelle canadienne datant du 20 août 1986 qui tire ses origines de l'Énoncé de politique national numéro 1, Permis pour émissions nationales du 1er mars 1971.

L'examen concerté signifie que le décideur d'une autorité en valeurs mobilières donnée peut, dans l'exercice du pouvoir discrétionnaire qui lui est conféré par la législation en valeurs mobilières, se baser principalement sur l'analyse et l'examen effectué par le personnel d'une autre autorité en valeurs mobilières. Cette entente n'implique pas une délégation de pouvoir des différentes commissions des valeurs mobilières. Le visa est toujours émis par chacune des autorités en fonction de ses propres règles. Ce système facilite la tâche des analystes des différentes commissions et celle des participants du marché en matière de demande de dispenses, d'octroi de visas des prospectus, et d'acceptation de notices annuelles.

Les modalités sont les suivantes : un émetteur désigne une autorité principale, qui est celle où se trouve son siège social[17]. Il traite avec cette seule commission, et reçoit de celle-ci un document confirmant la décision de toutes les autorités concernées pour cette demande[18]. Les autorités en valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Québec, du Manitoba, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario et de la Saskatchewan ont convenu d'agir en qualité d'autorités principales.

La première année de mise en place du protocole de REC a été une année d'adaptation. En matière de demandes de dispense, quelques retraits de dispense ont eu lieu[19]. En matière de prospectus, le système semble fonctionner correctement. À l'automne 2001, une démarche de révision de certaines procédures d'examen prévues au REC a été entreprise. Très peu de modifications ont été finalement apportées à la version initiale du REC sur les demandes de dispense. Les avis exposant les grandes lignes du REC des prospectus et des demandes de dispenses sont disponibles sur le site de la CVMQ[20] (25-01-2002 et 12-07-2002).

Une formation, regroupant le personnel concerné par le REC au sein de toutes les commissions des valeurs du Canada réunit de 140 à 150 personnes tous les deux ans pour expliquer les procédures d'examen de documents (prospectus et demandes de dispense) prévues par le REC et pour s'assurer d'une cohérence quant à l'interprétation et l'application des nouveaux règlements en matière de placement.

---

[17] Ou celui de son gérant dans le cas d'un organisme de placement collectif (OPC). Si le siège social de l'émetteur n'est pas situé dans le territoire d'une autorité principale participante, l'émetteur désigne une autorité principale participante avec laquelle il a un lien raisonnable.

[18] La Commission des valeurs mobilières du Québec rend simultanément par écrit sa propre décision.

[19] Les retraits de dispense peuvent être statutaires, administratifs (ces deux types sont très peu fréquents) ou émaner d'une condition non acceptable par une Commission.

[20] http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/A-XXX-43.pdf et http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/A-XXXIII-27.pdf.

1.3.2 Le protocole d'entente sur la surveillance des Bourses

La Bourse de Montréal est reconnue depuis 1984 à titre d'organisme d'autoréglementation. Depuis la démutualisation, la Bourse de Montréal Inc. a également obtenu le statut d'organisme d'autoréglementation[21]. L'arrivée de Nasdaq Stock Market Inc. en novembre 2000 a créé un précédent car elle a été reconnue comme organisme d'autoréglementation statutairement selon l'article 1 de la *Loi sur l'exercice des activités de Bourse au Québec par Nasdaq* (L.R.Q. c. E-20.01). La TSX Inc. et la Bourse de croissance TSX Inc. bénéficient d'une dispense à titre temporaire[22], qui devrait leur être attribuée à titre définitif. Cette situation a conduit à l'élaboration d'un protocole d'entente entre les différentes Autorités canadiennes en valeurs mobilières canadiennes (ACVM), destiné à encadrer et à simplifier la surveillance des Bourses autre que Nasdaq Market Inc., le SuperMOU.

Le SuperMOU est un protocole d'entente sur la surveillance des Bourses et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations. Chaque Bourse reconnue et chaque système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu relève d'une autorité principale, chargée de sa surveillance, et d'une ou plusieurs autorités de dispense. L'autorité principale s'engage à informer l'autorité de dispense de ses activités de surveillance, et à lui fournir toute information utile demandée par l'autorité de dispense[23]. Le protocole a été signé par les commissions participantes autres que la CVMQ le 3 septembre 2002 et est en vigueur dans ces provinces depuis son approbation par le ministre des Finances de l'Ontario, soit le 7 novembre 2002. Au Québec, l'entente est entrée en vigueur le 17 juillet 2003, suite à la signature du ministre délégué aux Affaires intergouvernementales canadiennes et aux Affaires autochtones, M. Benoît Pelletier[24].

1.3.3 L'enregistrement des représentants

Le Régime simplifié d'inscription du représentant d'un courtier (RSS)[25] est mis en place le 1er octobre 2002 par les ACVM, en réponse aux commentaires de l'industrie

---

[21] Décision CVMQ 2000-C-0729 du 24 novembre 2000.

[22] Dispense prévue par l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., c. V-1.1), décisions CVMQ 2002-C-0227 du 28 juin 2002, et 2002-C-0189 du 31 mai 2002.

[23] Le SuperMOU remplacera le protocole d'entente concernant la surveillance du CDNX par les commissions de l'Alberta et de la Colombie-Britannique que la CVMQ avait signé avec ces deux commissions en septembre 2001.

[24] En vertu de l'article 3.8 de la *Loi sur le ministère du Conseil exécutif* (L.R.Q., c.M-30), « les ententes intergouvernementales canadiennes doivent, pour être valides, être approuvées par le gouvernement et être signées par le ministre [délégué aux Affaires intergouvernementales canadiennes] ». Voir la *Loi sur le ministère du Conseil exécutif* telle qu'amendée par la *Loi modifiant la Loi sur le ministère du Conseil exécutif en matière d'affaires intergouvernementales canadiennes*, L.Q.2002, c.60 (sanctionné le 18 décembre 2002 et entrant en vigueur cette même date). On entend par « entente intergouvernementale » un accord intervenu entre le gouvernement ou l'un de ses ministères ou organismes et un autre gouvernement au Canada, l'un de ses ministères ou organismes.

[25] http://www.sfsc.gov.sk.ca/ssc/files/nat-noti/31-305.pdf

relatifs au fait que l'inscription des représentants des firmes de valeurs mobilières auprès de treize juridictions était un processus coûteux et fastidieux.[26] Le RSS permet d'inscrire les représentants des firmes de valeurs mobilières auprès de plusieurs autorités de valeurs mobilières de la façon suivante :

1) Une personne inscrite dans une juridiction initiale copie le formulaire accepté dans cette juridiction et dépose cette copie auprès de la juridiction secondaire avec une lettre de la firme qui l'emploie, et le montant des droits payables. Le formulaire doit être signé par la firme et par le représentant. Les conditions d'inscription de chaque juridiction continuent de s'appliquer, et chaque juridiction conserve son droit d'évaluer l'inscription et d'exiger des informations supplémentaires, le cas échéant.

2) La juridiction secondaire envoie ensuite un courrier à la juridiction initiale en demandant confirmation de la régularité de l'inscription du représentant. Sur réception de la réponse de la juridiction initiale, les commissions se sont engagées à inscrire le représentant dans les deux jours.

Le RSS permet également d'inscrire des non-résidents, à la condition qu'ils acceptent de se soumettre au droit applicable de la province et à ses tribunaux dans chaque province en cas de litige avec un client domicilié dans la province. Ainsi des investisseurs québécois peuvent poursuivre des représentants non-résidents du Québec.

Le RSS est actuellement en application dans toutes les provinces à l'exception du Québec, qui doit obtenir l'approbation du règlement autorisant sa mise en oeuvre par le ministre des Finances[27].

1.3.4 Les normes canadiennes

L'essentiel des activités de valeurs mobilières au Canada est désormais régi par des normes canadiennes. L'annexe 1 présente la liste des normes et autres textes de portée canadienne, qui s'appliquent aux différents domaines que sont :

- le fonctionnement du marché et les règles de négociation,
- l'inscription et les sujets connexes,
- le placement des valeurs,
- l'information continue,
- les offres publiques et les opérations particulières,
- les opérations sur valeurs à l'extérieur du territoire,

---

[26] Un processus d'enregistrement centralisé en ligne, tel que celui qui existe aux États-Unis, est actuellement à l'étude.

[27] L'article 331.1 paragraphe 26 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec permet l'adoption d'un règlement qui doit être approuvé par le ministre des Finances.

- les organismes de placement collectif,

en plus du régime d'examen concerté et du régime simplifié d'inscription du représentant d'un courtier, déjà évoqués.

Les opérations de valeurs mobilières au Canada sont donc régies par un ensemble de normes canadiennes, à quelques exceptions près :

- Certaines des normes ne sont pas encore en vigueur au Québec en raison du processus d'approbation différent mais l'adhésion aux normes se fait dans plusieurs cas par voie de directive interne.

- Il subsiste certaines différences notamment au niveau des régimes de dispense, qui touchent des chapitres de certaines normes. Ils font l'objet de discussions. Ces différences reflètent souvent des différences locales de conditions de marché.

Bien que de juridiction provinciale, la réglementation des valeurs mobilières relève très largement de normes et instructions qui s'appliquent à l'ensemble des provinces. Cette harmonisation est le fruit d'un travail de concertation qui a été réalisé par l'intermédiaire des ACVM. La proportion des normes qui ne sont pas harmonisées est actuellement très faible. La présence de normes nationales laisse cependant subsister des différences entre les lois provinciales, notamment en ce qui concerne la terminologie. Par ailleurs, l'utilisation de normes canadiennes devrait permettre de progresser vers un système de passeport. Cette étape suivante fait l'objet du projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières (USL).

1.3.5 Le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières

Récemment, et suivant leurs propres énoncés, les ACVM se sont fermement engagées à éliminer les différences qui subsistent entre les lois provinciales et territoriales en lançant un projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières. Ce projet a débouché sur l'élaboration d'un projet détaillé, soumis à la consultation dans les différentes provinces en janvier 2003[28]. Comme l'indique l'avis de la CVMQ, il est le « résultat de travaux conjoints qui ont été amorcés il y a maintenant plus d'un an par un groupe de commissions de valeurs mobilières, dans le but d'évaluer la pertinence et la faisabilité de formuler un cadre législatif commun pour les différentes autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières au Canada. À ce titre, le projet proposé ne vise donc pas à réformer le système actuel basé sur la compétence des États provinciaux, mais plutôt à élaborer un langage commun qui facilitera le travail des organismes de réglementation et qui assouplira les formalités légales et administratives dont doivent s'acquitter les émetteurs et les intermédiaires de l'industrie, dans le respect des intérêts des investisseurs. »

---

[28] Voir le Bulletin CVMQ du 31-01-2003, vol. XXXIV, n. 4 et son supplément à l'adresse suivante : http://www.cvmq.com/fr/publi/bulletin.asp?no=192&affBulletin=true.

La situation du Canada est, en ce domaine, semblable à celle de la Communauté européenne : les bases du droit ne sont pas uniformes et, comme l'indique le projet, « le Québec constitue la seule province canadienne dont le droit est fondé sur un code civil et dont le libellé des lois et des règlements s'inspire du système civiliste. Tous les autres territoires canadiens fonctionnent selon les principes de la *common law*. Toute démarche visant strictement à uniformiser les textes législatifs et réglementaires en valeurs mobilières n'est par conséquent possible qu'entre les territoires de *common law* : ceux-ci peuvent effectivement atteindre des résultats identiques en adoptant un langage législatif et réglementaire uniforme. Tel n'est cependant pas le cas du Québec qui, pour atteindre ces mêmes résultats, doit formuler ses textes dans un environnement législatif différent selon les principes civilistes et adopter un langage juridique souvent différent. »

Le Québec a donc participé au projet en adoptant une approche fondée sur l'harmonisation. Selon Monsieur Godin, président de la CVMQ[29] : « Le Québec doit élaborer une approche fondée sur l'harmonisation et qui respectera les caractéristiques propres à notre industrie et à nos investisseurs. ». Ce projet fait partie d'une stratégie de réforme réglementaire dont l'objet est d'alléger, pour les participants du marché, le fardeau de la réglementation et de rendre cette dernière plus efficace. Les ACVM reconnaissent que le fardeau qui pèse sur les participants du marché est attribuable en grande partie au fait que les provinces et territoires du Canada ont chacun une législation différente en valeurs mobilières. L'objectif du projet est d'éliminer les effets négatifs de ces différences en élaborant une loi et des règlements harmonisés et en instaurant sur cette base des mécanismes de délégations d'autorité et de reconnaissance mutuelle.

Ce projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières serait en fait un projet d'harmonisation, qui apporterait les principales modifications suivantes (p. 2 du projet) :

- Le pouvoir pour une autorité en valeurs mobilières de déléguer la prise de décision à l'un de ses homologues, à l'égard de toutes les fonctions de réglementations, sous réserve de restrictions préservant l'autonomie et la compétence respectives de ces dernières. Ceci permettrait la mise en œuvre d'un guichet unique. Ainsi par exemple, pour obtenir une dispense ou faire viser un prospectus, l'émetteur ne déposerait qu'une demande auprès de l'autorité principale et ne recevrait qu'une seule décision de celle-ci, prononcée au nom de toutes les autorités visées par la demande ;

- Un régime simplifié d'inscription des personnes morales et physiques dans les divers territoires. L'harmonisation des catégories d'inscription et des obligations ajoutée au pouvoir de délégation précité permettrait notamment d'instaurer un

[29] http://communiques.gouv.qc.ca/gouvqc/communiques/GPQF/Janvier2003/30/c5155.html.

régime d'inscription canadien. En vertu de celui-ci, les personnes inscrites dans un territoire pourraient s'inscrire dans un autre en avisant uniquement l'autorité en valeurs mobilières de leur territoire d'origine qu'elles souhaitent y exercer leurs activités, et en payant les droits exigibles ;

- Des sanctions civiles à raison de l'information sur le marché secondaire sans égard au fait que l'émetteur soit assujetti dans le territoire où réside le porteur de titres, pour autant que l'émetteur soit un émetteur assujetti dans un territoire au Canada ;

- Une loi sur les valeurs mobilières simplifiée, les détails étant regroupés dans la réglementation de manière à favoriser pour l'avenir des modifications rapides et harmonisées par l'entremise des règlements. La loi uniforme serait une loi cadre fixant les droits, pouvoir et obligations fondamentaux. Les règlements uniformes établiraient les exigences particulières.

Le pouvoir de délégation qui est prévu dans le projet permet d'envisager un système de reconnaissance mutuelle apparenté à celui que la Communauté européenne a adopté pour résoudre le problème posé par la création d'un marché unique soumis à des juridictions diverses de pays de droit civil et de *common law*. La période de consultation a pris fin le 30 avril 2003 et les ACVM visent l'implantation de ce changement majeur au tout début de 2005.

Les progrès effectués depuis la mise en place des ACVM, principalement l'établissement de normes canadiennes, sont considérables. La lettre MacKay reconnaît l'importance du travail accompli. Elle énonce :

> « Les organismes de réglementation membres des ACVM ont été conscients de la nécessité pour eux de collaborer dans l'intérêt de la protection des investisseurs et de l'efficacité des marchés. Dans cette optique, ils ont mis en oeuvre un certain nombre d'initiatives d'harmonisation et de simplification. La plupart des intervenants sur le marché sont d'accord pour affirmer que ces efforts ont débouché sur quelques réussites, surtout dans le cas du régime d'examen concerté et d'un certain nombre d'instruments stratégiques nationaux promulgués conjointement.
>
> Les ACVM travaillent également à un certain nombre d'autres projets d'harmonisation et de simplification, dont deux qui méritent une mention particulière : 1) les efforts continus visant à mettre au point des règles et des procédures communes en vue de l'adoption d'un système d'examen concerté de l'inscription des intermédiaires; et 2) la rédaction de lois et de règles uniformes sur la réglementation des valeurs mobilières à soumettre aux administrations provinciales et territoriales. Il s'agit là d'initiatives importantes qu'il faut favoriser.

> Il reste à savoir si ces mesures et si les autres initiatives d'harmonisation et de simplification des ACVM permettront à elles seules au Canada de disposer d'un système durable, efficace et efficient de réglementation des valeurs mobilières dans les décennies à venir ».

La lettre MacKay a été rédigée avant que ne soit instauré le processus de consultation sur le projet d'harmonisation et ne semble pas prendre en compte l'importance des normes canadiennes. Les efforts de concertation ont permis l'émergence de normes très largement harmonisées et l'échéancier prévu pour la mise en place de l'USL permet de prévoir la mise en place d'un cadre harmonisé à brève échéance. Ces résultats ont été obtenus sans recourir à une autorité centrale unique.

1.4 L'importance des divergences et des conflits

L'initiative des organismes de réglementation canadiens, ainsi que le plan d'action des ACVM, indiquent le niveau de conscience élevé des problèmes qui subsistent et, en particulier, des différences qui séparent encore les lois des valeurs mobilières au Canada, ainsi que des conflits et délais qui découlent de l'existence de juridictions multiples. Les procédures qui ont été mises en place ne vont pas encore jusqu'au principe, accepté en Europe, de la reconnaissance mutuelle et l'effort d'harmonisation des lois des valeurs mobilières n'est pas totalement complété même si, en 2003, une grande partie des normes sont harmonisées. Les quelques différences qui subsistent touchent des articles qui n'ont pu être encore harmonisés en raison du caractère très diversifié du marché canadien, où des centaines de titres miniers de l'Ouest côtoient les titres de grande capitalisation basés surtout en Ontario.

Les différences les plus importantes et les irritants qui persistent et sont ressentis comme tels par les intervenants du marché peuvent être répartis suivant trois catégories.

- Les règlements régissant les émissions : en dépit du REC, dans plusieurs cas, les autorités autres que l'autorité principale réexaminent les prospectus. L'examen concerté devra vraisemblablement progresser vers un système de reconnaissance mutuelle où l'autorité principale délivre un visa valable dans toutes les autres juridictions. C'est ce que propose le projet d'uniformisation ;

- L'enregistrement multiple des courtiers et représentants. Dans ce domaine, il subsiste des barrières inter-provinciales qui existent également dans de nombreux domaines professionnels, incluant d'ailleurs les métiers de la construction! Ici encore, des solutions de type passeport sont envisageables et mises à l'épreuve dans l'Union européenne ;

- La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (CVCB) a procédé à une analyse des coûts et bénéfices du système actuel de divulgation et

préparation de prospectus (Wolf, 2002). À partir de questionnaires administrés aux émetteurs, l'auteur a tenté de mesurer les coûts liés à la préparation des prospectus et de lier les coûts supportés par les émetteurs aux divers aspects de la réglementation. Cette étude montre qu'il est possible de réduire les coûts d'émission et la durée du processus en modifiant les exigences de divulgation. Elle montre également que les émetteurs consacrent 87 % du temps consacré à se conformer à des exigences de nature réglementaire pour satisfaire à des règles et exigences qui sont déjà très largement harmonisées, ce qui confirme nos estimations du niveau d'harmonisation prévalant en 2003.

> Pour l'auteur, l'harmonisation est donc déjà largement accomplie (p. 15): *it suggests that those who look solely to harmonization or national regulation to reduce the regulatory burden may be sorely disappointed if they get their way. If only 13 % of regulatory compliance effort is spent on areas that are non-uniform, the efficiencies to be gained merely from harmonization are slim, especially considering that harmonization will not reduce that 13 % to zero - the requirements will remain, albeit in a harmonized form.*

Suivant la CVCB, le problème canadien serait davantage lié à l'approche globale de la réglementation des valeurs mobilières, trop lourde et coûteuse, qu'aux effets des juridictions multiples.

1.5 Conclusion

En dépit des affirmations des promoteurs d'un système centralisé de réglementation des valeurs mobilières au Canada, l'essentiel des activités est géré par quatre commissions. Des efforts importants de concertation et d'allègement des procédures ont abouti, récemment, à la mise en place de systèmes qui allègent le poids des juridictions multiples sur les diverses catégories d'intervenants et à l'instauration des normes canadiennes. Un important projet d'uniformisation/harmonisation est actuellement en période de consultation, mais on peut considérer que le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières canadien est très largement harmonisé. Il subsiste cependant quelques différences de réglementation et d'interprétation, qui peuvent entraîner des coûts supplémentaires. L'analyse de ces coûts fait l'objet de la partie suivante. Elle a été menée à l'aide d'observations portant sur une période où le degré d'harmonisation était moindre qu'il ne l'est actuellement.

2E PARTIE

2- LES COÛTS DE LA RÉGLEMENTATION ET L'INEFFICACITÉ

2.1 Les arguments et les preuves

Pour MacIntosh (2002), *countries like the United States or associations of countries like the European Union have such a large share in market that they can afford to run excessive burdensome regulatory regimes without losing a lot of securities-related business. They have market power. We have not.*

Pour MacKay (2002), il existe de graves problèmes d'efficacité. Il écrit : « Bon nombre d'émetteurs et de courtiers attitrés ont souligné les coûts excessifs et les délais d'exécution qui découlent de l'observation des politiques, lois, règles et règlements (ou de leurs différentes interprétations) au Canada. Ils soutiennent que le fardeau de ces coûts et de ces délais : a) crée une entrave à l'arrivée de nouveaux courtiers en placements, courtiers et autres intermédiaires; b) empêche les sociétés, surtout les sociétés émergentes en pleine croissance, d'avoir accès aux marchés publics et, pour les sociétés cotées, il impose un fardeau d'observation déraisonnable de façon continue; et c) empêche les émetteurs et les courtiers d'offrir des produits de placement aux investisseurs de détail et aux investisseurs institutionnels ailleurs au Canada, sauf s'ils réussissent à naviguer dans la complexité des règles du système actuel ». Les émetteurs et les courtiers attitrés se plaignent à la fois des coûts directs occasionnés par les rapports avec les multiples organismes de réglementation et des coûts indirects, y compris les coûts additionnels substantiels d'observation interne. C'est dans les petites et moyennes entreprises, qui sont le moins en mesure de faire face aux conséquences de ces désagréments, que ces préoccupations relatives aux coûts et aux délais d'exécution semblent avoir la plus grande incidence négative.

Harris (2002, p. 34) récapitule les facteurs de coût induits par la situation actuelle de la façon suivante :

- *Disparate substantive rules among the provinces, leading to additional time and effort incurred by issuers and intermediaries to determine the requirements in all relevant jurisdictions and to structure transactions, or to make filings in connection with intermediary registration, accordingly;*

- *Disparate administrative practices among the provincial securities regulators, again leading to additional time and effort incurred by issuers and intermediaries to determine and comply with relevant issuance and registration requirements;*

- *Multiple regulators with overlapping and duplicative jurisdiction, leading to additional time and effort incurred by issuers and intermediaries in making*

multiple filings, and issuers and intermediaries paying multiple fees to those regulators;

- *The opportunity cost to investors and intermediaries represented by domestic and foreign issuers who choose to bypass the Canadian capital markets in favour of other markets with more cost effective regulatory systems; and*

- *Lost economies of scale in the development and administration of regulatory policy by multiple jurisdictions, or, to consider the converse that might arise under a transition to a central regulator, inefficiency resulting from the consolidation of too much securities regulatory authority in a single body managed by regulators used to controlling and directing activity in a much smaller sphere.*

Retenons, de ces arguments, que :

- Les coûts induits par le système de réglementation canadien empêcheraient les sociétés émergentes en croissance d'avoir accès au marché public, en augmentant de façon indue les coûts et les délais d'émission. Les coûts et délais des émissions initiales seraient donc anormalement élevés;

- L'inefficacité du système nuirait à l'industrie du courtage en limitant l'accès à de nouveaux intervenants;

- Les coûts de la réglementation représenteraient un obstacle à l'inscription au Canada des sociétés étrangères.

Nous avons montré en partie 1 ce qu'il en était des *disparate substantive rules among the provinces*. Dans la mesure où les normes canadiennes sont désormais utilisées, les différences locales des lois des valeurs mobilières ne peuvent avoir d'effets importants.

2.2 Mise en perspective

En tout premier lieu, il convient de souligner l'absence de toute analyse rigoureuse des coûts de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, ainsi d'ailleurs qu'aux États-Unis. Les auteurs montrent que les différentes méthodes utilisées par les chercheurs produisent des résultats divergents et soulignent les biais induits par les méthodes les plus courantes[30].

[30] En particulier, la méthode par questionnaire dite ascendante (Gagné *et al.*, 2001), utilisée dans les travaux de Sawiak (1996) et de Wolf (2002), provoque un biais dans la mesure où les entreprises peu touchées par les coûts de la réglementation sont peu portées à participer à ces enquêtes, ce qui conduit à une surestimation des coûts.

L'évaluation des coûts et bénéfices de la réglementation est difficile puisque ses effets directs et indirects sont nombreux et difficiles à estimer (Gagné *et al.*, 2001). Selon Briault (2003), la réglementation implique trois types de coûts : les coûts directs des organismes, les coûts indirects ou supplémentaires subis par les agents pour se conformer à cette réglementation et les coûts de distorsion[31]. L'estimation comparée des coûts directs est difficile en raison des différences qui séparent les structures de réglementation du secteur financier des différents pays. Alors que le Royaume-Uni ne comporte plus qu'une autorité unique, de nombreux autres pays réglementent de façon distincte les secteurs de la banque, des assurances et des valeurs mobilières. L'édition 2003 de la FSA[32] montre que l'Australie, qui vient de regrouper ses commissions de valeurs mobilières, supporte un coût direct sensiblement plus élevé (73,8 millions de £) que celui du Canada (55,4 millions de £, incluant le Bureau des Services financiers[33]), pour une capitalisation qui représente moins des deux tiers de celle du Canada.

La problématique du coût de la réglementation des valeurs mobilières est importante, mais elle mérite d'être mise en perspective. Les émetteurs et les investisseurs subissent diverses formes de coûts, dont la réglementation n'est qu'une composante. En particulier, il convient de distinguer les effets sur le marché primaire de ceux qui peuvent affecter le marché secondaire. Le marché primaire est celui des émissions initiales, et nous analyserons en détail les coûts et délais sur ce marché. Il est concevable que la réglementation, omniprésente lors des appels initiaux à l'épargne, puisse pénaliser les émetteurs. Le marché secondaire, sur lequel s'échangent les titres déjà émis, est de loin le plus important. C'est ce marché qui attire en premier lieu des émetteurs étrangers. En effet, même si les coûts et processus d'émission sont efficaces, un émetteur étranger n'aura aucun intérêt à inscrire ses titres si le marché secondaire est peu actif, les frais de transactions élevés et, de façon générale, la qualité du marché moyenne.

Aux États-Unis, pour l'année 2000 et d'après la *Securities Industry Association*[34], le volume de transactions total en actions s'est élevé à 34,118 trillions de dollars. Une

---

[31] C. Briault est l'un des directeurs de la *Financial Services Authority* (FSA) du Royaume-Uni. Il définit les coûts de distorsion comme suit: *the 'distortion' cost arising from the way in which regulation may change the nature of markets, may prevent or discourage firms from entering or using markets, may constitute new markets that would not exist in the absence of regulation, and may therefore have a significant effect on the nature and availability of the products provided by the financial services industry*. Voir: *The Costs of Financial Regulation*, 2003, http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp140.html

[32] La FSA produit annuellement une annexe où sont compilés les coûts directs des organismes de réglementation dans les principaux pays. http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar02_03/ar02_03app8.pdf

[33] Une partie des coûts directs de la Commission des valeurs mobilières australienne est relative à la réglementation des entreprises, aux conseillers et planificateurs financiers et à la vente de produits financiers. C'est la raison pour laquelle le Bureau des services financiers doit être inclus aux fins de comparaison.

[34] http://www.sia.com/press/html/question4.html.

estimation grossière des coûts de transaction permet de les situer à environ 0,75 %[35]. L'ensemble des coûts de transactions pour cette année là serait donc de l'ordre de 256 milliards de dollars. Ces coûts comportent quatre composantes : l'écart ou fourchette qui sépare les prix offerts et demandés, l'effet prix qui résulte de l'annonce des ordres importants sur le prix et se substitue à la fourchette lorsque les blocs sont échangés sur un marché direct (*upstairs market*), la rémunération des courtiers et enfin les coûts de règlement des transactions. Les deux premières composantes découlent essentiellement de l'organisation et de la liquidité du marché, et du comportement des courtiers.

En grande partie, la rémunération des courtiers dépend du niveau de concurrence, mais il est possible qu'à ce niveau des considérations réglementaires interviennent. Par exemple, l'appariement interne des ordres, qui facilite les transactions des investisseurs institutionnels (*upstairs market*), fait l'objet d'une réglementation plus souple de la part des Bourses au Canada que sur le NYSE. Cette différence peut justifier des différences de coûts globaux de transaction pour les investisseurs institutionnels entre le Canada et les États-Unis.

Les revenus de l'industrie des valeurs mobilières américaine culminent en 2000 à 60 milliards de dollars[36], ce qui inclut une partie des frais de transaction évoqués plus haut. Cette estimation ne tient compte cependant que des courtiers inscrits au NYSE, mais incorpore les diverses sources de revenus des courtiers, incluant les titres à revenu fixe. Au cours de la même année 2000, le Trésor américain prélève 2,1 milliards de dollars par l'intermédiaire de la SEC. Le coût de fonctionnement de cette dernière est estimé à 377 millions de dollars. Les coûts tangibles et directs de la réglementation américaine sont donc une fraction très minime des coûts totaux encourus par les émetteurs et les investisseurs sur le marché américain. Une réduction infime des coûts de transaction (de 0,75 % à 0,7489 %) aurait davantage d'effet sur les coûts totaux subis par les investisseurs et émetteurs américains que l'élimination totale des coûts de la SEC. Or, les investisseurs sont très sensibles aux coûts de transactions. Atkins et Dyl (1997), par exemple, mettent en évidence une relation inverse significative entre les volumes et les coûts de transaction tant sur le NYSE que sur le NASDAQ.

Au Canada, le volume de transactions du TSX a atteint 716 milliards de dollars en 2001 (Prospectus du Groupe TSX Inc.)[37]. Si les coûts de transaction sont semblables à ceux qui prévalent aux États-Unis, les investisseurs ont déboursé globalement 716 x 0,0075 = 5,370 milliards de dollars. Chant et Mohindra (2001) estiment les dépenses des commissions de valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et de l'Ontario à 72,9 millions de dollars, auxquelles s'ajoutent les

---

[35] http://www.quickmba.com/finance/invest/tradecost/.
[36] http://www.sia.com/reference_materials/pdf/RsrchRprtVol3-9.pdf.
[37] Le volume a été de 640,9 milliards $ en 2002. Les données de 2001 ont été utilisées pour assurer la cohérence avec celles de Chant et Mohindra (2001).

dépenses de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ 17,3 millions) pour un total de 90 millions de dollars environ. En 2002, ces dépenses sont de 104,09 millions $ (annexe 2).

Au Canada, une variation des frais de transaction qui les réduirait de 0,75 à 0,735 % aurait autant d'effet sur les coûts totaux encourus par les marchés que la suppression des quatre principales commissions de valeurs mobilières. Or, les coûts de transactions des titres moyennement ou faiblement capitalisés au Canada sont fort élevés. Cleary et *al.* (2002) les situent par exemple à 1,3 % pour les titres dont le prix se situe entre 15 et 20 $, lorsque le courtage à escompte est utilisé. Ils sont de 3 % lorsque l'ordre est donné à un courtier de plein exercice. L'estimation de 0,75 % qui est utilisée ici vaut pour les transactions par Internet et pour les titres liquides à prix élevé, ou encore pour les investisseurs institutionnels. En 2001, le chiffre d'affaires de l'industrie des valeurs mobilières au Canada s'élève à 10,1 milliards de dollars et les bénéfices d'exploitation à 2,8 milliards de dollars. Ces valeurs sont de 9,8 et 2,7 en 2002, respectivement[38].

La réduction du fardeau réglementaire est certes un objectif louable. Pourtant, les coûts intangibles n'ont pas été pris en compte. Toutefois, il est clair que les coûts de réglementation ne représentent qu'une fraction très minime des coûts supportés par les émetteurs et les investisseurs, au Canada comme aux États-Unis. Imputer aux seuls coûts de la réglementation l'inefficacité relative des marchés canadiens revient à négliger le fait que l'essentiel des coûts de transaction est lié au fonctionnement des marchés et aux commissions de courtages, qui relèvent principalement de l'industrie du courtage elle-même.

Il est toutefois possible que les coûts induits par le système de réglementation touchent avant tout les nouveaux émetteurs, bien davantage que les entreprises dont les titres sont déjà transigés ou encore les investisseurs. Il convient donc d'analyser la situation des émissions initiales.

2.3 L'effet sur les émissions initiales

Lorsqu'une entreprise fait appel pour la première fois à des capitaux externes publics, elle procède à un premier appel public à l'épargne, qui demande l'élaboration d'un prospectus. Dans certains cas et sous certaines conditions, ce prospectus peut être allégé. Afin de distribuer les titres dans une province donnée, les émetteurs doivent faire viser ce prospectus par les autorités en valeurs mobilières dans chacune des juridictions.

Pour MacIntosh (1997, p. 210), la situation actuelle de la réglementation des valeurs mobilières oblige les émetteurs à faire face à plusieurs organismes de réglementation

[38] http://www.ida.ca/Files/IndIssues/SecIndStatis/annual_totals_fr.pdf.

et multiplie les coûts directs des émissions. Il s'agit principalement des rémunérations des comptables, juristes et autres professionnels impliqués dans l'élaboration des prospectus. De plus, en raison des processus multiples d'examen des prospectus, l'émetteur subirait des coûts internes supplémentaires (temps passé par les dirigeants et employés) ainsi que des coûts d'opportunité. En effet, l'émetteur pourrait ne pas être en mesure de profiter d'une fenêtre d'opportunité favorable au lancement de l'émission ou encore ne pas être en mesure de profiter de possibilités d'investissement en raison de la non-disponibilité des fonds.

Il existe relativement peu d'évidence empirique pouvant appuyer ces énoncés. À notre connaissance, seuls Sawiak *et al.* (1996) ont analysé, de façon non scientifique[39], les coûts induits par la réglementation canadienne des valeurs mobilières pour les émissions initiales et secondaires et ont estimé à environ 20 000 $ les coûts supplémentaires induits par l'émission (secondaire) dans une province autre que celle où la société offrait déjà ses titres. L'étude porte sur la période 1995. Les différences entre les règles de durée de rétention des diverses provinces seraient un obstacle aux émissions effectuées hors de la province de départ.

Dans le cas des émissions initiales, 30 % des spécialistes des valeurs mobilières ont estimé les coûts d'inscription dans une seconde province à 5 000 $ ou moins, 60 % des répondants les situent entre 5 et 10 000 $ alors que 10 % d'entre eux les situent à plus de 10 000 $. 40 % des répondants estiment que les coûts supplémentaires représentent moins de 1 % des coûts totaux directs des émissions, alors que 40 % d'entre eux les situent entre 1 et 5 % de ces coûts.

MacIntosh mentionne que les coûts supplémentaires pour un émetteur étranger n'ont pas été mesurés, mais que des éléments partiels (*anecdotal evidence*) suggèrent que des coûts additionnels minimes pourraient avoir un effet déterminant sur la décision des entreprises étrangères d'émettre des titres au Canada.

Les données rapportées par Sawiak *et al.* (1996) cadrent difficilement avec les données relatives aux émissions initiales canadiennes. Kooli et Suret (2003a) observent que la taille moyenne des émissions canadiennes (hors société de capital de démarrage)[40] se situe autour de 17 millions de dollars entre 1991 et 1998. Même si

---

[39] Dans leur témoignage devant le comité sénatorial permanent des banques et du commerce, le 7 mai 1996, les auteurs de cette étude énoncent : « nous ne sommes pas des économistes ou statisticiens. La préparation de questionnaires n'est pas notre domaine de spécialisation. Nous sommes des avocats spécialisés en valeurs mobilières. Nous avons préparé ces questionnaires dans le but d'obtenir des renseignements qui seraient utiles au comité. Ce rapport ne prétend pas être une source de données statistiques fiables. Nous ne sommes pas spécialisés dans ce domaine. Toutefois, il représente le point de vue d'un certain nombre de personnes, ainsi que le nôtre. »

[40] Les actions de sociétés de capital de démarrage (*Capital Pools Companies*) ne pouvaient être offertes, dans le cadre de l'émission initiale, qu'à des actionnaires résidant en Alberta ou en Colombie-Britannique. Leur analyse dans le cas des émissions dans des juridictions multiples n'est donc pas pertinente. http://www.sfu.ca/~mvolker/biz/cpc.htm.

les frais d'inscription dans une province autre que celle de départ s'élèvent à 10 000 $, ce qui semble représenter une limite supérieure pour 90 % des spécialistes interrogés, ils ne peuvent alourdir les frais d'émission exprimés en pourcentage du produit brut que de 10 / 17 000 = 0,00058 soit 0,058 % ou encore 5,8 points de base pour l'émission moyenne. Il semble peu vraisemblable que les quelques milliers de dollars que représente, selon les spécialistes des émissions, l'inscription dans une autre province puissent être un facteur significatif d'augmentation des coûts et une barrière aux émissions. Ceci est d'autant plus vrai que nous avons mesuré l'effet sur les coûts de l'émission moyenne, alors que la probabilité d'une émission dans plusieurs provinces est d'autant plus importante que l'émission est de grande taille. Proportionnellement, les coûts supplémentaires devraient être négligeables pour les émissions de 40 millions de dollars et plus. Enfin, ces estimations ont été effectuées avant la mise en place du REC, qui, selon MacIntosh (p. 212) a réduit les coûts pour les utilisateurs des marchés des capitaux.

Il est donc difficile de défendre que la présence de plusieurs autorités des valeurs mobilières au Canada pénalise fortement la compétitivité de ce marché, d'autant que quatre études ont montré que le coût des émissions initiales est sensiblement moins élevé au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis, qui ne souffrent pas de la présence de commissions de valeurs mobilières multiples. Higgins (1994) et Williams et Shutt (2000) mettent en évidence un avantage net des émissions canadiennes. Ces deux études portent sur des échantillons réduits (16 émissions pour Higgins, 49 pour Williams et Shutt).

Dans une étude parallèle (Kooli et Suret, 2003a) nous avons étudié les coûts directs et indirects des émissions initiales au Canada et aux États-Unis, au cours de la période 1997-2000. Les données et principaux résultats de cette étude sont décrits ci-dessous. L'étude porte sur 513 des 714 PAPE canadiennes de la période et sur 1188 des 1534 émissions américaines. Les émissions omises sont celles pour lesquelles l'obtention des prospectus semblait impossible. Les facteurs de coût suivants ont été mesurés :

- La rémunération des courtiers;
- Les autres coûts apparaissant au prospectus, qui sont liés aux frais légaux, aux honoraires et à la préparation du prospectus;
- La sous-évaluation initiale qui traduit un coût pour les entreprises dont les titres sont cédés à un prix inférieur à celui qu'établira le marché.

Les observations sont segmentées suivant le mode de souscription (mandataire ou prise ferme), la taille (mesurée par le produit brut), et le marché sur lequel s'inscrit le titre suite à l'émission.

Dans un premier temps, nous mettons en évidence un effet important de la taille des émissions, qui se traduit par des écarts significatifs entre les différentes Bourses, puisqu'elles attirent des clientèles d'émissions différentes. Au Canada, les commissions et autres frais ainsi que la sous-évaluation sont de beaucoup supérieurs sur le CDNX (devenu la Bourse de croissance TSX inc.) que sur le TSE (devenu le TSX inc.), en raison surtout de la présence des émissions de sociétés de capital de démarrage (SCD[41]). Le tableau 3 présente les coûts directs et indirects des émissions initiales menées sous le régime de prise ferme au Canada. Ils s'élèvent à 8,57 %, en moyenne, pour émettre des titres qui seront inscrits ensuite au TSE alors que les coûts directs sont de 19 % pour les entreprises du CDNX. Ces différences sont liées aux coûts fixes d'émission qui pénalisent plus fortement les émissions de petite taille. De la même manière, nous constatons que les PAPE du TSE sont nettement moins sous-évaluées que celles qui seront inscrites au CDNX. Cette différence est largement associée à la présence des SCD dans l'échantillon. Ce résultat va dans le même sens que ceux obtenus par Williams et Shutt (2000) ainsi que par Higgins (1994). Les coûts d'émission sont directement influencés par le niveau de risque et inversement liés à la taille. Plus petites, plus jeunes et plus risquées, les émissions destinées au CDNX commandent des coûts d'émission plus importants.

Tableau 3 : Facteurs de coûts moyens des émissions initiales canadiennes, en fonction de la Bourse d'inscription

	Canada		
	TSE	CDNX	Total
Commission (%)	5,91 %	9,52 %	7,54 %
Autres dépenses (%)	2,65 %	9,47 %	5,73 %
Total des coûts directs (%)	8,57 %	19,00 %	13,27 %
Sous-évaluation (%)	12,02 %	62,71 %	34,89 %
Total des coûts d'émission	20,59 %	81,72 %	48,16 %

Le tableau 4 récapitule les coûts directs et indirects mesurés pour les émissions initiales d'actions effectuées sous le régime de prise ferme aux États-Unis. Les coûts directs sont moins élevés sur le NYSE, mais si nous incluons le niveau de sous-évaluation, l'AMEX présente le coût le moins élevé pour les PAPE aux États-Unis. Corwin et Harris (1999) expliquent les différences entre les Bourses par a) les différences de coûts de droit d'admission à la cote, b) la renommée des courtiers, dont les plus prestigieux peuvent attirer potentiellement plus d'investisseurs, et c) la

[41] Initialement créées sous la dénomination de *Junior Capital Pools*, ces sociétés sont devenues des *Venture Capital Pools* puis des *Capital Pool Companies* lors de l'adoption du programme par le CDNX et sont maintenant autorisées au Québec sous le nom de Société de capital de démarrage (SCD). Nous les désignerons sous ce sigle, bien que les dispositions réglementaires qui encadrent les versions successives de ce programme aient évolué au fil des ans et des juridictions.

certification implicite qui résulte de l'accès à un marché prestigieux et réduit l'incertitude et la sous-évaluation qui lui est associée.

Tableau 4 : Principales composantes des coûts des émissions initiales d'actions aux États-Unis

	États-Unis				
Marché	AMEX	NASDAQ	NYSE	OTC	Total
Commission (%)	7,76 %	7 %	6,33 %	8,57 %	7,1 %
Autres dépenses (%)	7,14 %	3,3 %	1,89 %	7,33 %	3,33 %
Total des coûts directs (%)	14,9 %	10,3 %	8,23 %	15,91 %	10,44 %
Sous-évaluation (%)	3,08 %	43,19 %	12,91 %	20,63 %	37,76 %
Total des coûts d'émission	18 %	53,49 %	21,11 %	36,55 %	48,2 %

De façon générale, nos résultats montrent que les coûts directs sont sensiblement plus élevés pour les petites émissions que pour les grandes émissions. La comparaison des coûts ne peut donc se faire que pour des catégories de taille d'émissions semblables. Le tableau 5 récapitule les différents facteurs de coûts des émissions initiales selon les pays pour quatre groupes constitués sur la base des produits bruts. Le coût direct total moyen d'une émission canadienne de petite taille (1 à 10 millions de dollars US) est inférieur (15,98 %) à celui d'une émission américaine (17,99 %). Le coût direct pour des émissions de plus grande envergure (plus de 100 millions de dollars US) est cependant similaire dans les deux pays.

Dans les deux pays, les commissions de courtage constituent la part la plus importante des coûts directs totaux. Elles s'établissent à 8,12 % pour les émissions de 1 à 10 millions de dollars US, et à 5,53 % pour les émissions de plus de 100 millions de dollars US. Aux États-Unis, la commission moyenne est de 9,29 % pour les émissions de 1 à 10 millions de dollars US, et de 6,09 % pour les émissions de plus de 100 millions de dollars US.

Les courtiers américains prélèvent des montants supérieurs à ceux exigés par les courtiers canadiens. En moyenne, la commission se situe à 7 %, ce qui confirme les résultats d'études antérieures aux États-Unis sur des émissions se situant entre 20 et 80 millions de dollars US.

Chen et Ritter (2000) expliquent le « principe du 7 % » aux États-Unis par la collusion et par le fait que ceux qui émettent des actions ne portent pas une grande attention aux frais. Kryzanowski et Rakita (1999) ont examiné l'hypothèse de collusion au Canada et n'observent pas un niveau anormalement élevé de commission au cours de la période 1993-1997. Notre échantillon canadien confirme également cette estimation et les montants prélevés par les courtiers seraient donc plus élevés en

moyenne aux États-Unis qu'au Canada. Toutefois, ces frais sont nettement plus élevés au Canada et aux États-Unis que dans les autres pays. Par exemple, le taux est de 5,3 % au Japon et de 3,1 % en France. Le Royaume-Uni enregistre même un taux aussi faible que 2,1 %. Toutefois, les montants prélevés lors des émissions initiales dans les pays d'Europe sont sensiblement plus élevés que ceux prélevés au Canada (Ljungqvist et Whilhelm, 2002), ce qui peut expliquer partiellement les différences de coût.

Tableau 5 : Coût des PAPE selon la taille de l'émission, en excluant les émissions relevant du programme de sociétés de capital de démarrage, pour la période 1997-1999. Les pourcentages moyens sont tous statistiquement différents de zéro au seuil de 1 %

Canada					
Taille de l'émission (millions de $ US)	Nombre d'IPO	Rémunération des courtiers (%)	Autres dépenses (%)	Total des coûts directs (%)	Sous-évaluation (%)
1,0 – 9,9	53	8,12 %	7,86 %	15,98 %	30,61 %
10,0 – 49,9	49	6,14 %	3,31 %	9,45 %	11,30 %
50,0 – 99,9	10	6 %	2 %	8 %	10,76 %
100 et plus	16	5,53 %	1,75 %	7,28 %	8,88 %
Moyenne		6,88 %	4,9 %	11,78 %	18,95 %
Moyenne pondérée (par la taille)		5,35 %	1,84 %	7,19 %	5,11 %
Etats-Unis					
1,0 – 9,9	119	9,29 %	8,7 %	17,99 %	9,05 %
10,0 – 49,9	532	6,93 %	3,70 %	10,63 %	26,15 %
50,0 – 99,9	300	6,88 %	2,12 %	9 %	55,57 %
100 et plus	237	6,09 %	1,2 %	7,29 %	67,19 %
Moyenne		7 %	3,3 %	10,30 %	37,5 %
Moyenne pondérée (par la taille)		5,79 %	1,43 %	7,22 %	38,38 %

Les PAPE sont généralement sous-évaluées et leur rendement initial, mesuré entre le cours d'émission et celui des premiers échanges sur le marché secondaire, est anormalement élevé dans la plupart des pays (Ritter, 1988). En moyenne, les émissions initiales d'actions canadiennes sont moins sous-évaluées que les américaines (18,95 % contre 37,5 %). Sur la base d'une moyenne pondérée, la différence est encore plus grande (5,11 % contre 38,38 %). Ce résultat est lié au fait que plusieurs entreprises Internet et d'informatique ont procédé à des PAPE de grande taille aux États-Unis, durant cette période qui correspond à la bulle des valeurs

technologiques. Ces PAPE ont généré des rendements initiaux extrêmement élevés. L'émission de VA Linux Sys, de 132 millions de dollars US a procuré un rendement initial de 697,5 %; celui de Foundry Networks a été de 525 % et celui de CacheFlow de 426,58 %. Ce phénomène n'apparaît pas au Canada.

Au Canada, les coûts directs que l'on peut partiellement lier à la réglementation sont de 15,98 % pour les petites émissions. La sous-évaluation, essentiellement liée au comportement des courtiers, est de 30,61 % pour ces mêmes émissions. Ici encore, il est intéressant d'établir une comparaison entre les deux sources de coûts pour mettre en perspective les effets possibles de la réglementation sur le processus d'émission et le coût de financement. Les coûts imputables à la sous-évaluation représentent près du double du total des coûts directs.

2.4 Réglementation et délais d'analyse des prospectus.

Pour MacIntosh (1996, p. 210), *somewhat less obvious, but probably more important, are the opportunity costs created by the delay associated with multiple review of the issuer's prospectus*. Les délais encourus lors de l'examen des prospectus peuvent en effet avoir des conséquences très défavorables en raison du caractère cyclique des marchés des émissions initiales, qui connaissent aux États-Unis comme au Canada des périodes qualifiées de *hot* et de *cold* (Kooli et Suret, 2003b). Le marché est très réceptif lors des périodes chaudes et les émetteurs peuvent obtenir des montants sensiblement plus élevés pour une part donnée du contrôle au cours de ces périodes.

Par ailleurs, des délais importants lors du processus d'émission peuvent conduire les entreprises à ne pas disposer des fonds au moment requis pour une acquisition ou un investissement, étant donné que les périodes d'exubérances du marché des PAPE sont de durée relativement courte.

2.4.1 La situation aux États-Unis

La durée d'analyse des prospectus a été évaluée récemment aux États-Unis. Dans son rapport sur le fonctionnement de la SEC, le vérificateur général américain (GAO) écrit ceci (GAO-02-302, p. 17) : *SEC said that IPO is a priority and that every IPO gets a full review process. Industry official said that it generally takes SEC 4 to 7 weeks to complete a review process.* Les délais pour les demandes d'exemptions demandent cependant beaucoup plus de temps et le vérificateur américain évoque des délais moyens de trois à six mois, les cas extrêmes pouvant demander plus d'une année: *in 1996, the SED Inspector General report note that is was not unusual for the length of time required for staff review to be a year or longer due to the complexity of the issues, the lack of delegated authority or workload pressures.*

Les praticiens ont une perspective encore plus négative que celle du GAO à propos des délais de traitement des prospectus par la SEC, même s'ils reconnaissent une

amélioration sensible. Michael Lytton, de la firme Palmer & Dodge LLP, écrit: *generally, the process of public financings has been significantly accelerated. Follow-on offerings now take about a month; IPOs about three-that's about a month less than usual for each*[42]. La durée d'analyse de un à trois mois est également évoquée par Hausman[43].

2.4.2 La situation canadienne

Le délai moyen de traitement des demandes de visas de prospectus, déposées au Québec dans le cadre du REC et hors-REC a été étudié, à partir des données de la CVMQ, pour un échantillon de 1 455 prospectus dont 660 organismes de placement collectif (OPC) et 795 prospectus d'autres sociétés.

Selon les modalités du REC, l'autorité principale examine les documents et délivre la lettre d'observations dans les dix jours ouvrables suivant la date de réception du prospectus provisoire. Par la suite, chaque autorité autre que l'autorité principale doit, dans un délai de cinq jours ouvrables suivant la date de réception de la lettre d'observations de l'autorité principale, faire ses propres observations à l'autorité principale, le cas échéant. L'autorité principale transmet les observations à l'émetteur, qui dispose de tout le temps voulu pour y répondre. Une fois les autorités satisfaites, l'autorité principale délivre un document de décision définitif relatif au prospectus. La procédure d'examen du prospectus simplifié est identique, sauf que les délais d'examen pour les autorités concernées sont respectivement de trois jours et de un jour et demi.

Le tableau 6 présente les résultats de l'analyse des délais de traitement sur un échantillon de placements avec prospectus effectués au Québec et ailleurs au Canada dans le cadre du REC ou hors-REC, du 1er janvier 1999 au 30 septembre 2002. Les observations ont été divisées suivant qu'il s'agit ou non d'un organisme de placement collectif.

2.4.3 Les sociétés autres que les organismes de placement collectif

L'échantillon comprend 795 demandes de prospectus, qui ont été visées dans un délai moyen de dix-neuf jours ouvrables. Il convient de distinguer les prospectus ordinaires des prospectus simplifiés. Les délais moyens de traitement sont d'environ trente et huit jours respectivement. La segmentation a également été effectuée entre les PAPE et les autres prospectus qui portent sur des émissions subséquentes, dont l'analyse est un peu plus rapide en moyenne. Les résultats des analyses apparaissent au tableau 6.

---

[42] http://www.palmerdodge.com/dspSingleArticle.cfm?ArticleID=155.
[43] Hausman, M. *Going Public? Tips for Successful IPO Communications.* http://www.expertmagazine.com/artman/publish/article_195.shtml.

Les visas de prospectus de PAPE et prospectus simplifiés sont accordés dans des délais semblables selon que la CVMQ agit comme l'autorité principale ou secondaire. Les délais sont plus longs pour les prospectus ordinaires d'émissions subséquentes lorsque la CVMQ est l'autorité principale, en raison du type de sociétés et de la nature des valeurs en cause. Les placements strictement québécois sont souvent réalisés par des sociétés de petite taille ou qui placent des titres non traditionnels, ce qui justifie une analyse plus complète et détaillée. Dans l'ensemble, le REC a permis de réduire la période requise pour l'obtention des visas de 36 à 30 jours dans le cas des PAPE, de neuf à huit jours pour les prospectus simplifiés et de 31 à 27 jours pour les placements où la CVMQ intervient comme autorité secondaire.

2.4.4 Les organismes de placement collectif

L'échantillon comprend 660 prospectus d'OPC, visés dans un délai moyen de 41 jours. Les visas de prospectus ordinaire sont accordés en moyenne sous 40 jours lorsque le Québec est l'autorité secondaire, alors que ce délai était de 44 jours avant la mise en place du REC.

L'écart entre les délais de traitement des prospectus d'OPC et des autres sociétés s'explique par les caractéristiques de ces placements. Il s'agit de placements permanents qui peuvent se prolonger indéfiniment, si l'OPC respecte certaines conditions[44]. L'OPC dispose d'une période de cinquante jours au minimum, de part et d'autre de la date butoir de douze mois, pour faire viser le prospectus de l'année à venir et ainsi prolonger la période de son placement. Durant cette transition, l'OPC peut continuer à placer ce qui lui laisse toute la latitude requise pour présenter sa demande de visa et répondre aux observations faites par les autorités. La notion de fenêtre d'opportunité a donc beaucoup moins d'importance pour ces institutions.

[44] Articles 33 et 34 de la Loi.

Tableau 6 : Délai moyen pour l'examen des demandes de placement avec prospectus dans le cadre du REC et hors REC selon le type de société et la nature du prospectus : du 1er janvier 1999 au 30 septembre 2002

Nature du prospectus	REC CVMQ Autorité principale	REC CVMQ Autorité secondaire	Hors REC	TOTAL
Sociétés (autres qu'un OPC)				
Prospectus ordinaire (non-PAPE)	24	64	27	115
Nombre de prospectus	32	27	32	29
Délai moyen (jours ouvrables)				
Prospectus ordinaire (PAPE)	16	227	29	272
Nombre de prospectus	30	30	36	31
Délai moyen (jours ouvrables)				
Prospectus simplifié	79	314	15	408
Nombre de prospectus	8	8	9	8
Délai moyen (jours ouvrables)				
Total	119	605	71	795
Nombre de prospectus	16	18	29	19
Délai moyen (jours ouvrables)				
Organismes de placement collectif				
Prospectus ordinaire	0	18	7	25
Nombre de prospectus	0	41	28	37
Délai moyen (jours ouvrables)				
Prospectus simplifié	63	494	78	635
Nombre de prospectus	45	40	46	41
Délai moyen (jours ouvrables)				
Total	63	512	85	660
Nombre de prospectus	45	40	44	41
Délai moyen (jours ouvrables)				

Source : Commission des valeurs mobilières du Québec, 2002.

2.4.5 Les sorties de capital de risque

L'analyse comparée des modes de disposition des placements (ou modes de sortie) des sociétés de capital de risque (SCR) nous renseigne également sur les obstacles que peut opposer la structure réglementaire au financement des entreprises en croissance. Cumming et MacIntosh (2000, 2002) ont étudié ces dispositions aux États-Unis et au Canada.

Dans le premier article, les auteurs posent qu'une réglementation canadienne plus lourde pourrait influencer les modes de disposition, pour les raisons suivantes :

- Une réglementation plus stricte des investisseurs directs (*angels*) et relationnels (*love money*);

- Le fait que la réglementation ait inhibé le développement d'un marché secondaire pour les investissements dans les titres de faible capitalisation;

- Un environnement réglementaire qui semble plus favorable aux petites entreprises aux États-unis qu'au Canada.

Il existe effectivement des différences entre les modes de disposition de sociétés de capital de risque, comme le montre le tableau 7, tiré des résultats de Cumming et MacIntosh (2002).

Tableau 7 : Comparaison des modes de disposition des sociétés de capital de risque

Mode de disposition	États-Unis	Canada
Radiation	29,5 %	20,1 %
PAPE	26,8 %	26,9 %
Acquisition	26,8 %	11,9 %
Vente	8 %	9 %
Rachat	5,3 %	30,6 %
Autres	3,6 %	1,5 %

La proportion des émissions initiales est identique dans les deux pays et il est donc difficile de défendre que les juridictions multiples gênent ce type d'opérations au Canada. Cette observation est cohérente avec les résultats qui démontrent l'efficacité, en termes de coût et de délais, du processus de PAPE au Canada. Les rachats sont plus fréquents au Canada alors que les acquisitions prévalent davantage aux États-Unis.

Il est difficile d'imputer cette différence aux dispositions réglementaires et ce résultat doit certainement beaucoup aux montants nettement moins élevés qu'investissent les SCR canadiennes. Les auteurs écrivent d'ailleurs que: *further study should be undertaken of the impact of securities regulatory requirements on small firms and on the venture capital community, in order to ensure that the regulatory burden is not excessive*.

Les auteurs renvoient à l'analyse des dispositions réglementaires de MacIntosh (1994), qui ne tiennent évidemment pas compte des modifications récentes aux durées de rétention et au placement privé.

Dans le second article, Cumming et MacIntosh (2002) montrent que les différences de rendement entre les sociétés de capital de risque des deux pays sont partiellement associées au choix du véhicule de disposition des investissements et de la structure (partielle ou totale) de la disposition. Les implications légales pouvant expliquer les divergences entre les modalités de sortie sont relatives aux durées de rétention, plus

longues au Canada qu'aux États-Unis. Toutefois, cette durée a été ramenée récemment (2001) à quatre mois pour l'ensemble des provinces. Par ailleurs, bien d'autres facteurs, tels que les montants moyens investis, l'expérience des dirigeants des sociétés de capital de risque ou la liquidité peuvent être invoqués pour expliquer les différences observées. Finalement, les facteurs réglementaires évoqués sont liés aux exigences qui prévalaient au cours de la période d'analyse et non à la structure de la réglementation canadienne.

Il existe donc des différences entre les modes de disposition des placements en capital de risque aux États-Unis et au Canada, mais rien ne permet d'incriminer la structure réglementaire canadienne, même si certaines dispositions, maintenant modifiées, ont pu être des facteurs explicatifs de ces différences. Ici encore, le niveau et la nature de la réglementation sont mis en cause, et non la structure provinciale de cette réglementation.

2.5 Les coûts de réglementation pour les émetteurs et les intermédiaires

L'argument de la diversité des lois des valeurs mobilières apparaît dès le Rapport Porter (1964)[45], qui n'observe que de *faltering progress made toward uniformity of securities legislation between the provinces*.

Harris (2002) considère qu'à l'exception du manque de ressources des commissions provinciales, tous les facteurs identifiés par le Rapport Porter demeurent pertinents en 2002. Pourtant, des efforts considérables ont été faits en vue de l'harmonisation des lois et règlements et il convient d'actualiser l'analyse de Porter.

Considérer que la situation qui prévalait en 1964 est encore valable en 2002 en termes de réglementation des valeurs mobilières au Canada revient à faire fi des efforts importants déployés par les ACVM depuis plusieurs années, qui ont été évoqués en première partie. Depuis cette période, les lois des valeurs mobilières ont été largement harmonisées et les différences ne portent plus, en général, que sur des articles particuliers. Le projet d'uniformisation déposé en janvier 2003 viendrait compléter cet important travail et pourrait permettre l'utilisation de passeports. Même si certaines différences, telles que les caractéristiques des investisseurs exemptés, subsistent encore, elles sont en cours d'analyse et vraisemblablement d'élimination. La situation qui prévaut au Canada en 2003 ne peut être considérée comme inchangée par rapport à celle qui prévalait au début des années 60.

2.5.1 L'examen des prospectus et dispenses

Le REC n'assure pas l'uniformité dans l'administration des lois sur les valeurs mobilières dans l'ensemble du Canada. Chaque territoire de compétence conserve un pouvoir décisionnel et peut appliquer des normes canadiennes à son gré et

[45] *Royal Commisssion on Banking and Finance, Report 561* (Rapport Porter).

d'appliquer ses exigences locales à toute question qui lui est soumise. En outre, un organisme de réglementation peut s'abstenir de participer au REC s'il n'est pas d'accord avec la décision prise par l'organisme de réglementation principal. La possibilité qu'un ou plusieurs organismes s'abstiennent de participer signifie que le REC n'a pas créé une démarche complètement prévisible ou uniforme à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières.

Le REC n'a donc pas éliminé totalement les coûts supplémentaires de la réglementation multiple pour les émetteurs et les intermédiaires. Le personnel dans les territoires de compétence non principaux peut entreprendre un examen indépendant des documents déposés dans plusieurs territoires de compétence. Les participants au marché doivent encore payer les frais dans chaque territoire de compétence comme ils le faisaient avant l'adoption du REC. Seul un régime de reconnaissance mutuelle permettrait de façon incontestable la réduction des coûts[46].

Les lois provinciales ne sont pas uniformisées, mais les décisions se prennent en fonction de normes nationales. L'USL devrait encore accroître le degré d'harmonisation.

Pour le moment, des différences existent, par exemple, quant aux dispenses des exigences relatives au prospectus et à l'inscription, aux offres publiques d'achat, à l'information continue et aux pouvoirs d'exécution. Le REC n'empêche pas les participants de devoir se familiariser avec les différentes exigences qui existent d'un bout à l'autre du pays, d'obtenir des conseils à ce sujet et de se conformer aux différents régimes. Suivant les tenants de la centralisation, des coûts énormes sont associés à cet exercice : nous n'avons cependant relevé aucune estimation de ces coûts supplémentaires, et l'utilisation de normes nationales rend peu vraisemblable l'existence de tels coûts.

2.5.2 La divulgation

Les ACVM ont lancé début 1997 un système électronique permettant de répondre aux exigences relatives de dépôt des sociétés ouvertes et des organismes de placement collectif du Canada. SEDAR (Système électronique de données, d'analyse et de recherche) permet la transmission, la réception, l'approbation, l'étude et la diffusion des documents déposés en format électronique. Plus d'un demi-million de documents ont été déposés depuis 1997. La procédure est la suivante[47] : les émetteurs déposent leurs documents d'information aux ACVM au moyen de SEDAR, et, après étude, les autorités de réglementation rendent publics les documents appropriés. Certains documents ne sont pas systématiquement révisés par les autorités : ce sont les

---

[46] Nous verrons, en partie 4, les difficultés rencontrées par la Communauté européenne pour mettre en place un tel système.

[47] http://www.cds.ca/cdshome.nsf/Main-F?OpenFrameSet&Frame=content&Src=Pages %2F-FR-SEDARSCRIBE %3FOpen.

documents d'information tels les états financiers, les communiqués de presse, les avis de dates d'assemblées et les rapports annuels[48]

SEDAR facilite le dépôt des documents auprès des autorités en valeurs mobilières. Il permet de compléter électroniquement en une seule opération le dépôt auprès de l'ensemble des autorités canadiennes. Le dépôt électronique est régi par la norme canadienne 13-101, qui est mise en application dans chaque territoire par un texte local. Dans certains cas, le texte local modifie les dispositions de la norme. Les déposants doivent connaître la norme, les textes locaux de mise en oeuvre, et la législation et les directives en valeurs mobilières de chaque province ou territoire.[49]

Nous n'avons détecté aucune évidence empirique qui permettrait d'affirmer que les juridictions multiples induiraient des coûts de divulgation supplémentaires au Canada.

2.6 Les coûts de la réglementation pour les gouvernements

MacIntosh (2002) estime que les coûts de réglementation des valeurs mobilières sur une base per capita sont supérieurs au Canada. Chant et Mohindra (2001) dénoncent les coûts élevés du système canadien pour les gouvernements.

2.6.1 Les problèmes de mesure

Il existe très peu de données permettant de comparer les coûts, pour les gouvernements, de la réglementation des valeurs mobilières. Par ailleurs, dans toute analyse de ce type, il conviendrait de prendre en compte à la fois les coûts et les bénéfices, qui sont difficilement mesurables puisque l'objectif ultime est de parvenir à une situation où le coût marginal de réglementation est égal au bénéfice marginal qu'en tirent les émetteurs et les investisseurs. Plusieurs études, par exemple Chant et Mohindra (2001, p. 39) utilisent les données comparatives présentées par le *U.K. Financial Services Authority* (FSA) en 2000/01 pour montrer que les coûts de la réglementation des valeurs mobilières, rapportés à la capitalisation totale du marché, sont plus élevés au Canada que dans d'autres pays.

De telles comparaisons sont toutefois très difficiles à effectuer, pour plusieurs raisons. Les structures et missions des divers organismes de réglementation des valeurs mobilières sont différentes d'un pays à l'autre. Dans plusieurs cas, il existe des entités autres que les commissions de valeurs. Par exemple, en France, il existe en plus de la Commission des opérations de Bourse (COB), créée en 1967, le Conseil des marchés financiers (CMF), créé en 1996, et le Conseil de discipline de la gestion

---

[48] Même si ces documents ne sont pas analysés systématiquement, ils peuvent faire l'objet d'études approfondies. En mars 2003, par exemple, les ACVM ont entrepris l'analyse des rapports de gestion des sociétés ouvertes.

[49] Manuel du déposant, Sedar, p. vi.

financière, créé en 1988. Or les chiffres du FSA ne tiennent compte que de la COB. De la même façon, les données FSA ne tiennent pas compte, pour les États-Unis, des commissions de valeur dans les États (rapport CESR). Pourtant, comme le souligne Ciocca (2001), *the United States has remained faithful to a division of responsibilities in which the types of body entrusted with supervision are highly diversified, with (...) 6 for financial supervision (covering markets, insurance companies and pension funds with 137 local offices and some 8000 employees). In addition, it is necessary to consider the self regulatory bodies of the 9 most important financial markets.* Consciente de ces limites, la FSA, en 2003, a affiné le calcul des coûts et tient désormais compte de quatre composantes de coûts de la réglementation des valeurs mobilières[50]. Les coûts directs associés à ces composantes sont de 73,8 millions de livres en Australie, 56,8 au Canada, 37 au Royaume-Uni et 977,3 aux États-Unis. Rapportés au total de la capitalisation, les pourcentages s'établissent à 0,029 %, 0,015 %, 0,004 % et 0,014 % respectivement. Toutefois, les responsabilités des organismes de réglementation sont davantage fonction du nombre d'émetteurs inscrits que de la capitalisation. Il est possible de calculer un coût par émetteur inscrit. Il est de 123 000 $ en Australie, 33 600 $ au Canada, 37 300 $ au Royaume-Uni, et 324 700 $ aux États-Unis (annexe 2). Il semble difficile de prétendre, sur cette base, que les coûts directs de la réglementation sont plus élevés au Canada que dans les autres pays dont les pratiques de marché sont assez semblables.

En second lieu, au-delà de la structure de réglementation, le niveau de surveillance est un élément-clé qui va conditionner le niveau de dépense des organismes. Il est apparu clairement en 2001 que le niveau était inadéquat aux États-Unis et des financements additionnels ont été accordés à la SEC, dont le budget est passé de 372 à 473 millions de dollars entre 2000 et 2002. Suivant *The Corporate Clean-Up Legislation*, le budget de la SEC devrait atteindre 776 millions $ US. Les autorités américaines ont donc reconnu le caractère inadéquat du financement de la SEC. Finalement, la comparaison des montants consacrés au financement des commissions devrait tenir compte du niveau d'activité auquel elles sont confrontées. La capitalisation est, sur ce point, un indicateur médiocre. Le nombre de sociétés inscrites et surtout le nombre de nouvelles émissions devraient être utilisés. Sur ce plan, le Canada ne peut être comparé aux pays européens. En effet, de 1991 à 2000, on dénombre 1 891 PAPE au Canada, alors que, sur la période 1990 à 2000, Ljungqvist et Wilhelm (2002) recensent 2 861 PAPE pour quinze marchés européens, dont les principaux. Le Canada, en 2000, est le second pays au monde en terme de nombre de sociétés inscrites, alors que la France est en 8^{e} position et que le premier pays européen, le Royaume-Uni, occupe la 4^{e} place.

---

[50] Ces rubriques sont : *1) Securities firms and fund management firms - prudential supervision, 2) Supervision of and standards for exchanges / clearing and settlement systems / market service providers 3) Supervision of, and standards for conduct on, capital markets (including transaction reporting but excluding exchange's own rules) et 4) Standards for / approval of listing of securities.*

2.6.2 Coûts et bénéfices de la réglementation

Les comparaisons comme celles de Chant et Mohindra (2001) sous-tendent qu'il est optimal de dépenser le moins possible pour réglementer le secteur financier. Trois aspects méritent, pourtant, d'être soulignés. En premier lieu, l'analyse comparée de la FSA (2002) ne permet pas de conclure que le coût de la réglementation des valeurs mobilières est anormalement élevé au Canada sur la base de la comparaison avec les États-Unis. Le sous-financement de la SEC, qui est confirmé par le GOA, est important et on ne peut considérer qu'il s'agisse du coût d'une réglementation optimale. En second lieu, l'étude de 2003 de la FSA montre clairement que les coûts rapportés à la capitalisation ou par société inscrite sont moins élevés au Canada qu'aux États-Unis.

En troisième lieu, les problèmes financiers et comptables des années 2001 et 2002 ont mis en évidence les coûts énormes que peut provoquer une réglementation inadéquate des valeurs mobilières. À elle seule, la faillite Enron et les autres scandales associés en grande partie aux lacunes de la supervision aux États-Unis ont coûté des centaines de milliards de dollars, montants sans commune mesure avec les coûts de la réglementation. Par ailleurs, il n'est pas évident que la centralisation des valeurs mobilières au Canada se traduise par une réduction significative des coûts. En effet, tout comme le fait la SEC dans onze régions, une commission canadienne devrait vraisemblablement maintenir des bureaux dans la plupart des provinces.

2.6.3 Coût de la réglementation et taxation

Aux États-Unis, les coûts de la réglementation des valeurs mobilières payés par les émetteurs et intermédiaires représentent une véritable taxe, qui est versée au Trésor et dont la SEC ne récupère qu'une proportion relativement faible. En 2001, la SEC a perçu environ 2,1 milliards de dollars et son financement total s'est élevé à 423 millions. Les montants versés par les entreprises émettrices et les intermédiaires représentent donc cinq fois le coût de fonctionnement de l'organisme de réglementation. Ce montant est même supérieur à ce que les États-Unis consacrent à l'ensemble de la réglementation et surveillance du secteur « Affaires », incluant les départements du commerce et les organismes liés au commerce international et à la concurrence, qui commandaient, avec la SEC, un budget total de 1,8 milliards de dollars en 2001.

Les changements légaux de 2001 vont réduire les montants perçus par la SEC, qui ne prévoit plus percevoir que 1,3 milliards en 2003, pour un coût de fonctionnement prévu de 467 millions de dollars. Il semble que cette taxation lourde des opérations liées à la réglementation n'ait pas gêné le développement rapide du marché américain des valeurs mobilières.

Au Canada, les commissions perçoivent également des montants supérieurs à leurs coûts de fonctionnement, mais l'écart entre les montants perçus et les coûts de fonctionnement est moindre qu'aux États-Unis (Chant et Mohindra, 2001). De plus, un mécanisme de ristourne permet aux commissions de rembourser la partie des frais perçus en trop qui n'est pas requise par les réserves.

En conclusion, il apparaît en premier lieu que la réglementation des valeurs mobilières peut être, pour plusieurs gouvernements, un centre de profits davantage qu'un centre de coûts. La réduction des taxes qu'imposent de cette façon les divers gouvernements sur les émetteurs et les intermédiaires pourrait vraisemblablement être un mode plus efficace et rapide de réduction du fardeau réglementaire pour les entreprises que toute restructuration de la réglementation. En second lieu, les données partielles qui circulent quant au coût de certains organismes de réglementation ne permettent pas de qualifier le coût de la réglementation au Canada, puisque aucune des réglementations n'a prouvé, jusqu'à maintenant, son optimalité. Comme pour plusieurs arguments évoqués jusqu'à maintenant, nous ne pouvons conclure qu'au caractère très incomplet des résultats empiriques disponibles.

2.7 Conclusion

En grande partie, nous devons souscrire aux conclusions de Daniels (1992) et de Harris (2002) à l'effet que très peu d'évidences peuvent appuyer les affirmations relatives aux coûts induits par la situation actuelle de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Daniels observait en 1992 que les affirmations des participants au débat sur la réglementation n'étaient appuyées par pratiquement aucune évidence et déplorait l'absence quasi-totale de recherches empiriques sur ces sujets.

En 2002, Harris (p. iv) écrit que *the debate in Canada typically has not been informed by robust empirical analysis and suffers from a lack of current empirical data on the central issues in respect of Canadian securities regulation.* Il précise (p. 83) que *there is therefore a pressing need for a comprehensive and methodologically sound study of the incremental costs associated with the current regulatory system, focusing in particular on each of the categories of incremental costs.*

Les évidences empiriques qui ont été produites dans le domaine des coûts des émissions initiales sont convergentes et montrent toutes que le processus d'émission initiale est moins coûteux au Canada. Ces travaux ne se sont toutefois pas spécifiquement dédiés à la mise en évidence des coûts supplémentaires liés à la réglementation. En d'autres termes, il n'est pas exclu que des changements, allant notamment dans le sens de la reconnaissance mutuelle (étudiée à la partie 4), ne permettent une réduction supplémentaire des coûts. Les travaux montrent toutefois que la structure actuelle ne créé pas de désavantage comparatif par rapport à la structure américaine plus centralisée.

Les données portant sur le coût induit par les organismes de réglementation ne permettent pas de conclusion, puisque l'équilibre entre les coûts et les bénéfices de la réglementation est l'élément clé du débat. La réduction du coût de fonctionnement de la SEC, en proportion de l'activité à superviser, ne peut certainement pas être qualifiée d'optimale.

Enfin, dans le débat actuel, aucune attention n'est portée à la problématique des coûts de transaction ou de la qualité du marché. Tout se passe comme si le dynamisme du marché canadien était uniquement lié aux coûts de la réglementation. Il s'agit d'une lacune que nous tenterons de corriger partiellement dans la partie 6.

3E PARTIE

3- LES ARGUMENTS DIVERS

Nous étudions ici divers arguments, qui sont invoqués régulièrement pour justifier une révision du mode canadien de réglementation. Il s'agit de la faiblesse du Canada au niveau des instances internationales, des délais de réponse, des manipulations comptables et de l'inefficacité des efforts d'harmonisation.

3.1 La faiblesse du Canada au niveau des instances internationales.

Cet argument est évoqué par MacIntosh (2002), pour qui la mondialisation des marchés plaide en faveur d'une réglementation unique des valeurs mobilières au Canada. Il serait indispensable que le Canada parle d'une seule voix. Cet argument est également répété dans la lettre MacKay.

La mondialisation des marchés soulève évidemment la question de l'harmonisation possible des normes et règlements. Comme le souligne Madame Crépin, Présidente de la CVMQ, la CVMQ et les autres autorités en valeurs mobilières canadiennes participent activement à l'harmonisation des normes à l'échelon mondial et pan-canadien[51].

Le mémoire de la CVMQ au comité sénatorial permanent des banques et du commerce concernant le rapport du groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens (23 octobre 1998, p. 20) est explicite :

« Selon nous, il est totalement inexact d'estimer que le Canada exerce moins d'influence internationale dans le secteur des valeurs mobilières que dans celui de la banque ou de l'assurance. À preuve, l'Organisation internationale des commissions des valeurs (OICV), qui regroupe les autorités en valeurs mobilières de 90 pays, a été créée en vertu d'une loi privée du Québec (L.Q. 1987, chap. 43). Depuis lors, le rôle de la Commission et des autres ACVM au sein de cette instance internationale ne s'est certainement pas amoindri. (...) ».

L'OICV a été créée dans le but d'échanger des informations pour développer des marchés efficients et mettre en œuvre des normes communes. Les principes de coopération en matière de réglementation définis par cet organisme sont les suivants (*IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulations, February 2002*):

1. *The regulator should have authority to share both public and non-public information with domestic and foreign counterparts.*

---

[51] Discours du 8 juin 2000 de Madame Crépin, « La vision stratégique de la CVMQ face à la mondialisation des marchés financiers. »

2. *Regulators should establish information sharing mechanisms that set out when and how they will share both public and non-public information with their domestic and foreign counterparts.*

3. *The regulatory system should allow for assistance to be provided to foreign regulators who need to make inquiries in the discharge of their functions and exercise of their powers.*

D'autre part, les solutions multiples proposées par la communauté européenne vont des ententes multilatérales qui établissent un niveau minimal d'exigences que des autorités locales peuvent au besoin renforcer (situation qui prévaut actuellement), à l'uniformisation totale (Cox, 2002, Di Giorgio et Di Noia, 2002); alors que Di Giorgio *et al.* (2002) présentent une vision très centralisatrice et uniforme de la réglementation des marchés financiers en Europe, des opinions contraires sont émises notamment du côté de l'Angleterre. Il existe en fait deux façons d'aborder ce problème :

1) La question de la mondialisation place le Canada forcément dans une situation de concurrence réglementaire, qui n'est pas une concurrence interne mais par rapport aux autres pays.

   La question est donc de déterminer comment le Canada peut se doter du système réglementaire le plus performant possible de façon à attirer les entreprises étrangères et à conserver ses entreprises domestiques. On doit donc se demander comment on atteint ce niveau de réglementation optimal. Pour certains, c'est par un monopole réglementaire alors que pour d'autres, c'est en activant un système de concurrence réglementaire. Ces deux arguments sont analysés en profondeur dans la partie quatre.

2) La seconde façon consiste à analyser la stratégie mise en place notamment par la Communauté européenne. Comme nous le démontrons également dans la partie 4, l'Europe a mis en place un modèle qui s'écarte du monopole réglementaire et laisse une large place à une concurrence réglementaire encadrée toutefois par des normes minimales.

L'argument de la représentation unique du Canada au niveau des instances internationales peut difficilement être considéré comme majeur. L'existence et les initiatives des ACVM montrent que le niveau de concertation entre les commissions des valeurs mobilières est élevé et la communauté de vues importante. Il est donc possible de retourner l'argument. Le poids du Canada n'est-il pas plus important parce qu'il dispose de quatre représentants sur l'instance internationale que constitue l'OICV, alors que ces représentants collaborent étroitement sur la plupart des dossiers?

3.2 Les conflits de juridiction

Les juridictions sont floues et les intervenants peuvent faire face à treize juridictions différentes en termes de procédures pénales. Le cloisonnement des autorités en valeurs mobilières au Canada rendrait également ingérables les situations complexes mettant en cause des investisseurs, intermédiaires et émetteurs situés dans diverses juridictions. Plus récemment est apparu l'argument (lettre MacKay) voulant que les lois des valeurs mobilières ne soient pas toujours appliquées.

Notons en tout premier lieu que le problème des compétences interjuridictionnelles se pose au niveau mondial et pas seulement au niveau du Canada. Les quelques cas qui sont généralement évoqués pour illustrer la problématique canadienne, auront leurs équivalents dans un marché internationalisé. L'une des réponses aux problèmes de juridictions multiples est le principe de coopération.

Ce principe a été reconnu en 2000 par la Cour suprême du Canada[52], qui a renversé des décisions de première instance et reconnu le pouvoir des autorités en matière de valeurs mobilières de coopérer dans leurs domaines de compétence. Par ailleurs, la révision de la directive européenne aborde directement cette question qui se résout à l'aide : 1) de la définition claire des rôles et responsabilités, 2) de l'instauration d'un processus de collaboration étroite entre les autorités et 3) d'un protocole d'échange d'information. Ce problème des compétences interjuridictionnelles est d'ailleurs l'un des éléments qui a conduit à la directive européenne sur les services d'investissement (DSI 93).

Le projet d'établir une loi uniforme sur les valeurs mobilières au Canada est le résultat tangible de travaux qui cherchent à évaluer la pertinence et la faisabilité d'un cadre législatif commun pour les différentes autorités provinciales et territoriales au Canada. À cet égard, selon Madame Crépin, Présidente de la CVMQ, « Le Québec s'est prononcé clairement sur cette question et s'est engagé à œuvrer à l'harmonisation au lieu de rechercher l'uniformité »[53]. Le Québec est la seule province canadienne régie par le code civil, alors que les systèmes juridiques des autres provinces reposent tous sur la *common law*. Une uniformisation en la matière n'est donc pas envisageable au Québec compte tenu d'un cadre législatif distinct. La loi 57 (LQ. 2001, c. 38) a confié une autorité réglementaire accrue à la CVMQ, ce qui pourrait permettre une harmonisation rapide.

3.3 Les délais de réponse

Le système réglementaire canadien répondrait lentement aux changements rapides de l'environnement, en raison de la nécessité de concertation des différents organismes

---

[52] *British Columbia SecuritiesCommission v. Global Securities Corporation* (2000) 1 R.C.S. 494.

[53] Notes de présentation de Mme Carmen Crépin, Présidente, CVMQ le 17 janvier 2002, Barreau du Québec, p. 8.

impliqués. On peut ici se demander si les réponses d'une énorme commission spécialisée seraient ou non plus rapides.

Les délais de réponse d'un organisme de réglementation à la suite de changements peuvent être décomposés en trois parties soit la prise conscience, l'analyse et la décision d'intervention ou de changements et l'implantation. Il semble clair que des commissions multiples doivent se concerter avant d'implanter un changement et que cette partie du processus peut être plus lente dans un système décentralisé que dans un système unique. Ceci peut être ou non contre-productif, puisque le processus de consultation permet souvent d'améliorer le « produit » final. Toutefois, l'effet de la décentralisation sur les autres phases du processus est largement indéterminé, et des arguments peuvent être évoqués dans l'un ou l'autre sens.

En ce qui concerne la prise de conscience de l'existence d'un problème :

- Une commission centrale peut avoir des moyens d'étude et de recherche plus étoffés et prendre conscience plus rapidement d'évolutions ou de problèmes;

- Mais des commissions provinciales sont plus proches des entreprises et des investisseurs et peuvent davantage détecter des besoins des intervenants ainsi que les problèmes locaux;

- Plusieurs services de réglementation peuvent couvrir des problèmes différents avec des approches diverses.

À titre d'illustration, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta a réagi, dès 1986, au problème de l'entrée en Bourse des entreprises de petite capitalisation à l'aide du programme des *Capital Pools*. On ne peut que spéculer sur la possibilité et la date de création d'un tel programme dans un système centralisé, mais il faut observer que l'Ontario et le Québec n'ont respectivement adapté puis adopté ce programme que plusieurs années après son lancement dans l'Ouest.

En ce qui concerne l'analyse et la proposition de solutions :

- Une commission centralisée pourra avoir davantage de moyens et consacrer davantage de ressource à l'étude d'un problème et à la consultation sur les solutions éventuelles;

- mais le processus décisionnel dans des organisations de grande taille n'est pas forcément plus rapide;

- et l'influence indue des groupes de pression est moins vraisemblable lorsqu'il existe plusieurs organismes de réglementation.

En conclusion, même s'il existe des possibilités pour que l'implantation des solutions soit plus rapide dans un système centralisé, il n'est pas évident que la détection des problèmes et la proposition des solutions soient accélérées. Il est par ailleurs probable que des problèmes locaux soient tout simplement oubliés.

3.4 L'argument des manipulations comptables

Il semble paradoxal d'invoquer les scandales financiers qui ont touché principalement les entreprises américaines pour invoquer la centralisation des valeurs mobilières au Canada, comme le fait la présidence de l'OSC[54]. En effet, ces abus ont eu principalement lieu dans un pays où l'essentiel de la réglementation des valeurs mobilières relatives aux grandes entreprises est sous la responsabilité du gouvernement fédéral et d'une commission unique, la SEC. L'étude de cet argument est cependant une occasion intéressante de mesurer les étapes et les effets de l'intervention d'un gouvernement central dans le champ des valeurs mobilières.

Pour plusieurs auteurs, dont Coffee (2002a), les affaires Enron et autres sont justement le résultat des interventions fédérales dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, sous deux dimensions principales. Un ensemble de lois a limité fortement les possibilités de poursuites en termes de valeurs mobilières et les ressources de la SEC se sont affaiblies progressivement. Selon Coffee, une série de décisions de la Cour suprême américaine a réduit les possibilités de poursuites dans le domaine des valeurs mobilières, et divers éléments ont joué un rôle déterminant dans l'affaiblissement progressif des barrières capables de limiter les comportements déviants des dirigeants. Ces éléments sont détaillés ci-après, après un bref survol du contexte réglementaire américain des valeurs mobilières.

Jusqu'en 1933, les marchés des valeurs mobilières américains étaient réglementés au niveau des États. Le *Securities Act* de 1933 instaure un système dans lequel les entreprises doivent respecter les règles fédérales en plus de celles des États. À la suite de pressions des entreprises et de l'industrie des valeurs mobilières qui se plaignent des inefficacités engendrées par un double palier de réglementation, le Congrès modifie en 1996, et de façon importante, la réglementation des valeurs mobilières. L'adoption du NSMIA constitue une avancée vers un système de réglementation unique qui laisse cependant un certain nombre de pouvoirs aux États.

Les États ne peuvent alors plus ni enregistrer ni exiger le respect de caractéristiques pour les titres qualifiés de couverts[55] (*covered securities*) qui relèvent désormais de la

---

[54] Rapport annuel 2002 de l'OSC.
http://www.osc.gov.on.ca/en/About/Publications/AnnualRpt2002/en/messages_chair.html.

[55] Cette catégorie comprend les titres d'entreprises ou de fonds d'investissement transigés au niveau national et sujets aux exigences d'enregistrement fédéral, les titres proposés aux investisseurs avertis et les titres dont l'offre est exemptée, au niveau fédéral, d'enregistrement et de divulgation périodique d'information.

SEC. Celle-ci peut définir elle-même ce que comprend la catégorie des titres couverts en ajoutant des Bourses à la liste établie par le NSMIA ou en définissant le terme *qualified purchaser*. Par exemple, selon le NSMIA, les titres inscrits sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ sont des titres couverts. En 1998, la SEC décide que les titres inscrits sur le *Tier I* du *Pacific Exchange*, le *Chicago Board Options Exchange* et le *Tier I* du *Philadelphia Stock Exchange* font également partie des *covered securities*. Les États conservent le pouvoir d'enquêter et de sanctionner en matière de fraude et malversations relatives aux valeurs mobilières, d'information et de droits payables.

Le NSMIA bénéficie largement aux gros émetteurs en diminuant de façon importante les exigences réglementaires et les coûts d'émission. Les émetteurs de titres couverts ne doivent plus s'enregistrer auprès de chacun des États. Or, certains États procèdent à une analyse approfondie des offres qui leur sont soumises (*merit review*), et peuvent refuser d'autoriser une offre perçue comme trop risquée pour l'investisseur. La SEC, quant à elle, procède essentiellement à une analyse axée sur la divulgation de l'information (*disclosure review*). Son objectif n'est pas d'empêcher un investisseur de faire un mauvais investissement mais de vérifier que l'investisseur dispose de suffisamment d'informations pour juger de la qualité de l'offre. En éliminant la *merit review* pour les titres couverts, la NSMIA a peut-être contribué à réduire indirectement la protection des investisseurs[56]. Enfin, la *Uniform Securities Act* (2002), une loi cadre des valeurs mobilières pour les États, a été adoptée le 4 janvier 2003 par les autorités en valeurs mobilières américaines[57]. Elle permet aux États d'uniformiser leurs lois des valeurs mobilières, tout en reconnaissant que chacun peut conserver des spécificités locales potentiellement importantes pour la protection des investisseurs.

La mainmise du gouvernement fédéral sur la réglementation et sur le pouvoir de poursuivre est récente. Le *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA) de 1995 qui était destiné à limiter les risques de poursuites futiles dans le domaine des valeurs mobilières a été adopté malgré le veto du président Clinton. Les principales dispositions de cette loi étaient : 1) l'élévation des normes en termes de poursuite dans le domaine des valeurs mobilières bien au-dessus du niveau qui prévalait pour les situations de fraude, 2) la substitution de la notion de responsabilité proportionnelle à la notion de responsabilité solidaire, et les limites des pénalités

---

[56] En matière d'offre de certains titres non couverts, le *Coordinated Equity Review Program*, mis en œuvre en 1997, permet de coordonner entre les différents États le processus d'analyse. Un émetteur présente son offre à l'administrateur du programme (l'État de Pennsylvanie), et fournit une liste de tous les États dans lesquels il a l'intention de vendre ses titres. L'administrateur nomme un État chargé de la *merit review* et un autre État chargé de la *disclosure review*. Ces deux États centralisent les commentaires, puis se prononcent, au nom de tous, dans les 30 jours. Pour une description plus détaillée, voir
http://www.michigan.gov/documents/cis_ofis_protocol_23847_7.pdf.

[57] www.nasaa.org. Cette loi doit ensuite être adoptée par chaque législature étatique.

pouvant être imposées aux vérificateurs et courtiers, 3) la restriction de l'envergure du statut RICO (*Racketeer Influenced and Corrupt Organization*), de façon à ce que les poursuites en valeurs mobilières ne puissent plus passer de la procédure en dommage à la procédure en triple dommages et 4) l'adoption d'une protection (*safe harbor*)[58] pour les informations passées, qui en rend l'exploitation aux fins de poursuite beaucoup plus difficile.

Le premier effet du PSLRA est de modifier la nature de la preuve. Il faut désormais démontrer que la direction de l'entreprise poursuivie a, de façon délibérée, commis une fraude. Le PSLRA impose de plus des pénalités aux plaignants convaincus de poursuites frivoles. Pour de nombreux intervenants, les dispositions du PSLRA découragent non seulement les poursuites frivoles mais aussi les poursuites justifiées. Ainsi, le président Clinton écrit, dans son avis d'opposition, que le PSLRA *have the effect of closing the court house doors on investors who have legitimate claims* (Ali et Kallapur, 2001). Plusieurs chercheurs ainsi que les organismes américains ont tenté de mesurer les effets de cette loi. Sa promulgation est accompagnée de rendements anormalement négatifs pour les titres des secteurs les plus sujets aux poursuites que sont l'informatique, l'électronique, la pharmacie et la biotechnologie ainsi que la gestion de portefeuilles de particuliers. Le PSLRA a donc été jugé négativement par les investisseurs, en raison des restrictions imposées aux possibilités de poursuites privées dans le domaine des valeurs mobilières. La proposition 211 de la Californie, qui renversait la majorité des éléments du PSLRA, a été battue et cette annonce a également influencé négativement les cours boursiers dans les secteurs concernés (Ali et Kallapur, 2001). Plusieurs chercheurs ont également étudié les taux de poursuites consécutifs à l'adoption de la loi. On observe une diminution temporaire des poursuites en termes de valeurs mobilières, dont la fréquence augmente ensuite (Bajaj *et al.*, 2000 et Stanford University[59]), sans que l'on puisse détecter de variation significative. La période post PSLRA a vu un nombre très élevé de redressements comptables et donc des possibilités de poursuites. Il est donc difficile de considérer que les périodes post- et pré- PSLRA sont semblables. Thomas et Martin (1997) défendent que le PSLRA *substantially increase the difficulty of uncovering securities fraud* et recommandent l'emploi des législations des États.

C'est d'ailleurs ce que font une majorité de plaignants, puisque le rapport Bliley sur le PSLRA à la Chambre des représentants[60] rapporte que : *since enactment of that legislation considerable evidence has been presented to Congress that a number of securities class action lawsuits have shifted from Federal to State courts*. Les

---

[58] Voir Poullet, Y., *Les Safe Harbor Principles - Une protection adéquate ?* Texte présenté lors du colloque de l'IFCLA, Paris, 15 et 16 juin 2000. http://www.juriscom.net/uni/doc/20000617.htm pour une étude de ce concept.

[59] Le site de la Faculté de droit de l'Université Stanford intitulé : *Securities Class Action Clearinghouse* propose un ensemble de données et articles liés aux poursuites en valeurs mobilières aux États-Unis http://securities.stanford.edu/.

[60] http://securities.stanford.edu/research/reports/19981001slusa.html.

conditions plus restrictives de poursuites du PSLRA ont donc amené un transfert des causes du niveau fédéral à celui des États (Rapport *Ten Things*)[61]. Pour contrer ce mouvement, le gouvernement américain adopte alors le *Securities Litigation Uniform Standard Act* (SLUSA) en 1998. Cette loi proscrit les poursuites au niveau des États. Elle repose sur l'argument voulant que *securities class actions belong in federal court because they are national in character*. Cette loi a provoqué l'opposition de très nombreux spécialistes du droit des valeurs mobilières ainsi que celle du président de la SEC, A. Levitt, qui s'y est rallié ensuite (Painter, 1998).

Le PSLRA avait, pour plusieurs auteurs et juristes, l'avantage de placer les émetteurs et intermédiaires face à une même loi, ce qui n'était pas le cas lorsque les poursuites étaient menées au niveau des États. Ainsi, à un marché national on appliquait une loi nationale. Toutefois, comme le décrivent Weiss *et al.* (2000) et Loomis (2000), les cours des différents *circuits* ont appliqué cette loi uniforme de façon extrêmement variée, en prenant, sur des éléments majeurs comme les transactions d'initiés, des positions diamétralement opposées[62]. L'expérience du PSLRA montre que l'imposition d'une réglementation centralisée et le renvoi des causes au niveau fédéral n'est pas synonyme de la mise en place de critères nationaux. Les auteurs s'entendent pour dire que les poursuites sont devenues plus difficiles, et que les causes ont été dans un premier temps transférées au niveau des États. Comme le mentionne Perino (2002) :

> *The picture that emerges (...) is that the PSLRA did not work as intended. This article demonstrates that as many or more class actions are filed after the Act as before. High technology issuers remain at significantly greater risk than issuers in other industries. There is statistically significant evidence, however, that suggests that the Act improved overall case quality at least in the circuit that most strictly interprets one of the Act's key provisions, a heightened pleading standard.*

---

[61] Voir : *Ten Things We Know and Ten Things We Don't Know About the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Joint Written Testimony of Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate*, 24 Juillet 1997 http://securities.stanford.edu/research/articles/19970723sen1.html (Rapport *Ten Things*).

[62] Loomis (2000) illustre ces divergences de la façon suivante: *The 9th Circuit has articulated the most defence-friendly standard. Its 1999 decision in re Silicon Graphics Inc Securities Litigation, 183 F3d 970, affirming a 1997 decision from the Northern District of California, requires pleadings to provide "in great detail, facts that constitute circumstantial evidence of deliberately reckless or conscious misconduct." Stock sales before a steep drop in stock market value alone do not satisfy the standard. The winds blow in a different direction on the East Coast. In 1998, the Southern District of New York ruled that a plaintiff claiming fraud need plead only that the defendant had "motive and opportunity," a standard that can be met, for example, by alleging stock sales by corporate executives before a surprise announcement that causes stock prices to drop. This year, the 2nd Circuit affirmed the ruling in Novak v. Kasaks, 216 F3d 300, although the parties disagree as to the grounds of the affirmance.*

Fin 2001 et en 2002, le SLUSA a conduit à mettre fin à plusieurs poursuites menées initialement au niveau des États. Celles-ci visaient l'émission de titres à revenu fixe[63] ainsi que des courtiers contre lesquels trois causes ont du être abandonnées[64]. En particulier, la poursuite contre Merrill Lynch[65], a été jugée tomber sous le coup du SLUSA et a été proscrite. Dans tous les cas, les tribunaux ont jugé que les poursuites intentées au niveau des États ne pouvaient l'être en raison du SLUSA.

Pour Coffee (2002a), le PSLRA et le SLUSA s'inscrivent dans la volonté d'imposer des règles nationales en termes de poursuites en valeurs mobilières et peuvent être directement associées à la réduction des possibilités de poursuites et à l'émergence de nombreuses affaires de fraude financière et comptable. Il est encore tôt pour juger des effets à long terme des modifications importantes apportées depuis 1997 aux dispositions entourant les poursuites en matière de valeurs mobilières. En particulier, il faudra déterminer si les causes abandonnées au niveau des États sont ou non reprises au niveau fédéral. Pour le moment, il est possible de conclure que cette volonté d'uniformisation n'a pas atteint ses buts, a restreint les possibilités de poursuite et rendu les preuves plus difficiles. Plusieurs indices et plusieurs auteurs considèrent que ces lois n'ont pas seulement limité les poursuites futiles, mais ont également fermé la porte à des poursuites fondées.

Toutefois, comme le souligne Painter (1998, p. 7), *State private rights of action for securities fraud will continue to play a significant, albeit much reduces, role in the US securities markets*[66].

Finalement, la *Loi de modernisation du secteur financier Gramm-Leach-Bliley* signée en novembre 1999 (qui permet le décloisonnement du secteur financier comme la loi de 1987 au Canada) a aboli les dispositions du *Glass Steagall Act* qui séparait les activités commerciales des banques de celles du courtage (*investment banking*). Une partie des problèmes liés aux conflits d'intérêts des analystes peut également découler de ce changement légal.

La volonté du gouvernement fédéral américain d'imposer une loi uniforme des valeurs mobilières semble avoir eu des effets indirects négatifs. Ces interventions

---

[63] Lander v. Hartford Life & Annuity Insurance Co., Docket No. 00-7849 (May 25, 2001).

[64] Voir Block, D.J. et J.M. Hoff, *SLUSA Preclusion Of Claims Against Brokers*, New York Law Journal – 227 (79). April 25, 2002.

[65] McCullagh v. Merrill Lynch & Co., S.D.N.Y., 01 Civ. 7322 (DAB), 3/6/02.

[66] Painter (1998) conclut son analyse approfondie du SLUSA de la façon suivante : *This Article concludes that for two main reasons, Congress should have taken the initial advice offered by Chairman Levitt in 1997 and refrained from preempting state law in this area. First, many of the arguments in favor of preemption did not rest on proven statistical evidence or a complete evaluation of political developments likely to occire at the state level. Second, it is still unclear how federal courts will interpret the 1995 Reform Act. Instead of enacting sweeping legislation that closes the doors of state courts to almost all class action plaintiffs, Congress should have drafted a more narrow statute designed to address the problems that dual-forum class action litigation does create.*

sont vues, par certains chercheurs, comme des causes directes, quoique partielles, des scandales financiers récents. L'exclusion des États des poursuites en termes de valeurs mobilières de portée nationale a éliminé plusieurs poursuites, et ne semble pas avoir permis une uniformisation des décisions. Toutefois, cet effet a été renforcé par l'inaction et le manque de moyens de l'organisme central de réglementation qu'est la SEC[67]. Sur la base de l'exemple américain, il ne semble pas que l'affaire Enron puisse être un argument très solide pour exiger l'uniformisation des lois des valeurs mobilières au Canada.

3.5 Le cas de la SEC

L'existence d'une commission de valeurs mobilières unique ne garantit en aucun cas la capacité d'un marché à détecter et à contrôler des agissements tels que ceux qui ont conduit à la série de scandales financiers aux États-Unis.

Sur ce point, l'analyse de Coffee (2002a) est parfaitement parallèle à celle du Rapport *Financial Oversight of Enron* (FO Enron) d'octobre 2002 au Comité sénatorial[68]. Ce rapport est extrêmement critique envers la SEC; on y lit notamment (p. 5) :

> *The SEC staff failed to review any of Enron's post-1997 financial filings even though the company was undergoing significant growth and substantially changing the nature of its business and the SEC itself was aware that other gatekeepers, such as boards of directors and auditors, were proving increasingly unreliable...Had SEC staff reviewed these filings, they would have had an opportunity to uncover some of the problems with the company's financial practices that appear to have been signalled in those documents. In addition, the SEC staff made administrative determinations that allowed Enron to engage in certain accounting practices and exempted the company from certain regulatory requirements. Whether or not these decisions were reasonable at the time, what is particularly troubling is that the SEC lacked any procedures by which to monitor the effects of these determinations to see whether they were being applied appropriately by the company and/or whether the circumstances that underlay them had changed. The leeway afforded Enron by these determinations in certain cases appears in fact to have been abused by the company in ways that ultimately played a role in Enron's collapse. In short, the SEC's interactions with Enron reveal the downside to the Commission's largely reactive approach to market regulation and should provide an impetus for the Commission to reorient*

---

[67] Pour une critique du rôle de la SEC dans l'affaire Enron, voir: *Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdog*, Report of the Staff to the Senate Comity on Governmental Affairs. http://www.senate.gov/~gov_affairs/enron100702.htm

[68] *Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sector Watchdog*, Report of the Staff to the Senate Comity on Governmental Affairs, http://www.senate.gov/~gov_affairs/enron100702.htm.

> *some of its activities toward more proactive anti-fraud measures. Unfortunately, although the Commission has stepped up its enforcement activities post-Enron, it has been less than proactive in attempting to address fraud at an earlier stage, before it becomes a corporate calamity.*

Le comité note les moyens limités de la SEC, mais se demande si: *the SEC is effectively functioning as the lead market watchdog that it was meant to be*. Pour Romano (2002, p. 61): *the pattern of rapid behavioural and procedural adjustment by market participants in the fallout from Enron's collapse is a powerful indicator that increasing the regulatory authority of the SEC is not the sole or even a primary mechanism for deterring corporate fraud.* Il semble donc pour le moins hasardeux de prendre comme référence le modèle américain lorsqu'il s'agit de promouvoir la lutte contre les fraudes et manipulations comptables. Il est essentiel de comprendre pourquoi ce système centralisé a failli à un tel point.

Divers rapports et études, dont le rapport FO Enron, l'étude de Coffee (2002) et certains rapports du Vérificateur général américain (GAO ou *United States General Accounting Office)*[69] permettent d'isoler les principales explications, qui sont riches d'enseignements pour étudier les propositions canadiennes. Le rapport GAO-03-302 indique que, de 1980 à 2000, le volume de transactions d'actions a été multiplié par trente aux États-Unis, alors que le nombre d'émissions initiales en 2000 représentait plus de cinquante fois celui relevé en 1980. La proportion des ménages ayant investi dans des fonds communs de placement est passée de quelques pour cents à 52 %. Au cours de cette même période, selon Dudley et Warren (2002), le budget de la SEC est passé de 72 à 372 millions de dollars. Il a donc été multiplié par cinq. Le GAO calcule qu'entre 1990 et 2000, la charge de travail de la SEC s'est accrue de 80 % et ses ressources de 20 % seulement. Non seulement les ressources financières et humaines sont-elles insuffisantes, mais les systèmes d'information, incluant EDGAR, sont jugés inefficaces et incomplets. En 2001, le pourcentage des documents déposés par les entreprises qui ont fait l'objet d'analyse ou d'un simple survol était de l'ordre de 8 % alors que les dirigeants de la SEC estiment que ce taux devrait être de l'ordre de 35 %, ce qui permet une analyse pour chaque entreprise tous les trois ans.

Chant et Mohindra (2001) comparent les rémunérations des dirigeants et membres de la SEC avec ceux des commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et de l'Alberta et suggèrent que les rémunérations canadiennes sont excessives. Le GAO place le problème de la rémunération au centre de la problématique de la SEC, où près du

---

[69] Les principales études du GAO relatives à la SEC sont: *SEC Operations: Increased Workload Creates Challenges*, GAO-02-302 . 5 March 2002; *Securities And Exchange Commission: Human Capital Challenges Require Management Attention*. GAO-01-947 17 September 2001; *Securities and Exchange Commission: Reviews of Accounting Matters Related to Public Filings*. GAO-01-718 14 June, 2001; toutes ces études sont disponibles à partir du site: http://www.gao.gov/.

tiers de l'effectif a quitté l'institution entre 1998 et 2000, essentiellement pour des raisons de rémunération (GAO-01-947).

La rémunération des cadres supérieurs serait inférieure de 50 % à celle qui pourrait être obtenue dans le secteur privé et sensiblement inférieure (18 à 39 %) à ce qui prévaut dans d'autres institutions gouvernementales comparables.

La rotation élevée, le fait que de nombreux postes restent vacants et l'inexpérience d'une partie des ressources expliquent en partie les problèmes vécus par la SEC. Ici encore, il est hasardeux de conclure que les rémunérations canadiennes sont anormalement élevées sur la base de comparaisons avec la situation américaine. Celles de la SEC semblent être sensiblement trop faibles.

3.6 Harmonisation et diversité

En dépit des normes canadiennes et des initiatives en cours, la législation des valeurs mobilières n'est pas totalement harmonisée. Nous avons analysé ces aspects dans la section consacrée aux coûts, puisque le principal effet du manque d'harmonisation se traduit financièrement. Le processus de collaboration structuré par l'intermédiaire des ACVM est relativement récent et certaines initiatives importantes (REC, SEDAR) ont été mises en place après 1997, même si les efforts de concertation au moyen d'instructions générales (C1 à C49) se situent au milieu des années 70. Ceci implique qu'une partie importante des conclusions des études qui portent sur la période antérieure demandent une mise à jour substantielle. Par ailleurs, le plan d'action des ACVM[70] indique une prise de conscience claire des problèmes que pose encore la situation actuelle. Le processus d'harmonisation se poursuit. Il n'est cependant pas évident qu'une uniformisation parfaite soit souhaitable. En effet, le caractère très hétérogène du marché canadien et les spécificités locales permettent de le considérer comme un ensemble de marchés plutôt que comme un marché unique.

L'hétérogénéité du marché des valeurs mobilières canadien s'exprime au niveau des caractéristiques des entreprises d'une part, et des initiatives provinciales d'autre part. Les petites entreprises de l'Ouest ont peu en commun avec celles qui constituent l'essentiel du tissu économique de l'Ontario, qui diffèrent également des entreprises de taille moyenne qui constituent l'essentiel de l'économie québécoise. Par ailleurs, l'indépendance qui a prévalu en termes de valeurs mobilières a été mise à profit par les différentes provinces pour initier les programmes qui correspondaient aux besoins de leurs clientèles respectives d'entreprises et d'investisseurs.

[70] http://www.csa-acvm.ca/francais/html_ACVM/presentation.html.

3.6.1 Les caractéristiques des entreprises

Environ 21 % des sociétés canadiennes inscrites en Bourse en 2002 sont non-opérantes (tableau 1 partie 6-1-2). Les entreprises cotées sont, en majorité, de très petite taille : 67 % des entreprises opérantes ont un avoir des actionnaires inférieur à 10 millions $. Plus de 70 % des entreprises de moins de 10 millions $ d'avoir sont originaires de la Colombie-Britannique et de l'Alberta. Le tableau 8 montre que 35 % des émissions traditionnelles[71] au Canada sont effectuées par des entreprises de ressources (minières, pétrolifères et gazéiformes) et sont concentrées essentiellement dans deux provinces. La moitié (47 %) des émissions de la Colombie-Britannique émanent d'entreprises minières. Cette province représente 58 % de toutes les émissions d'entreprises minières au Canada entre 1995 et 2000. L'Alberta regroupe 75 % des émissions de pétrole et gaz. L'Ontario concentre plus de 70 % des émissions d'entreprises de services financiers, plus de la moitié des émissions dans le domaine des produits de consommation, et 39 % des émissions du domaine technologique. Au Québec, 28 % des émissions sont le fait d'entreprises technologiques, et 22 % émanent du secteur de la production et du secteur pharmaceutique.

Tableau 8 : Ventilation par secteur et par province de siège social des émissions traditionnelles entre 1991 et 2000

Secteur	AB	CB	F	ON	AU	QC	Total
05 Agriculture et pêche	2	1		1			4
10 Minier	20	148	13	48	8	20	257
11 Pétrole et gaz	126	20	7	3	2	2	160
15 Immobilier (construction)	4	2	1	2			9
22 Produits de consommation	7	6	1	23	2	4	43
25 Technologie	31	55	18	96	6	38	244
26 Production et autres	16	18	4	32	2	17	89
28 Produits pharmaceutiques	7	6	3	13	2	12	43
40 Télécommunications et médias	2	5	2	10	5	5	29
50 Commerce	1	7		19	2	5	34
60 Services financiers, assurance, immobilier	6	6	5	26	1	3	47
70 Services	4	11	1	16		2	34
71 Transport, électricité, gaz, services sanitaires	4	2		7	2	2	17
99 Non classé	2	3	4	4	1		14
Total	232	290	59	300	33	110	1024

Les données proviennent des listes du *Financial Post*, et excluent les émissions du programme de sociétés de capital de démarrage.Les émissions technologiques excluent les biotechnologies, regroupées dans le secteur produit pharmaceutique. AB : Alberta; CB : Colombie-Britannique; F : étrangères; ON : Ontario; AU : autres provinces; QC : Québec.

[71] Il s'agit des entreprises qui n'émettent pas dans le cadre du programme de sociétés de capital de démarrage.

3.6.2 Les initiatives provinciales

Ces initiatives incluent des programmes spécifiques destinés à favoriser le financement des petites entreprises, tel le programme de sociétés de capital de démarrage lancé dans l'Ouest ou les programmes d'encadrement du développement au Québec. L'importance relative des interventions gouvernementales est une autre source de différences entre les provinces. Nous examinons successivement ces deux aspects.

3.6.2.1 Les programmes favorisant le financement des entreprises

Le premier programme de société de capital de démarrage (*Junior Capital Pool*) est lancé en Alberta conjointement par la Commission des valeurs de l'Alberta et la Bourse de l'Alberta en novembre 1986. En 1997, la Commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique et la Bourse de Vancouver adoptent un programme similaire, le *Venture Capital Pool*. Le programme de sociétés de capital de démarrage actuel de la Bourse de croissance TSX, mis en œuvre le 1er mars 2000, remplace les deux précédents suite à la fusion des Bourses de Vancouver et de l'Alberta en novembre 1999. Il est issu du travail conjoint des commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Saskatchewan, du Manitoba[72], de la Colombie-Britannique et de la Bourse de croissance TSX. Le programme est en vigueur en Ontario depuis le 15 juin 2002 et au Québec depuis le 12 novembre 2002. Selon la politique 2.4 de la Bourse de croissance TSX[73], l'objectif du programme de sociétés de capital de démarrage (SCD) est de fournir aux entreprises un instrument leur permettant d'obtenir du financement plus rapidement qu'au moyen d'un appel public à l'épargne traditionnelle. Ce programme permet la création d'une société sans actif ni plan d'affaire, cotée en bourse, sans historique d'exploitation, sans autre actif que de l'encaisse, et dont le seul objectif est de repérer et d'acquérir des éléments d'actif ou des sociétés pouvant faire l'objet d'une acquisition. Une fois cette transaction réalisée, nommée opération admissible, la nouvelle entité peut être inscrite à la cote régulière.

Le tableau 9 montre l'importance prise par ce programme au cours des années 1990 : on dénombre 868 émissions relevant du programme de sociétés de capital de démarrage contre 1023 émissions traditionnelles. Le second volet du tableau 9 montre que près de 81 % des émissions de sociétés de capital de démarrage sont issues de l'Alberta et de la Colombie-Britannique.

La comparaison des volets A et B du tableau permet de mesurer l'importance relative du programme SCD par rapport à l'ensemble des émissions. En Alberta, les SDC sont

---

[72] La Bourse de Winnipeg a joint le CDNX en novembre 2000. Un programme similaire, le *Keystone Company program*, était précédemment en application.
http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/pol_41-601_20020412_np.pdf.

[73] http://www.cdnx.com/listing/corpfinanceppmanual/defaultpolicies.htm.

deux fois plus nombreuses que les émissions conventionnelles. Le programme SCD a ensuite été adopté par d'autres provinces, notamment l'Ontario et le Québec (2002). Il est un produit typique de l'état de concurrence qui prévaut entre les provinces en termes de valeurs mobilières. L'expérimentation menée en Alberta a permis, avec des ajustements successifs, l'adoption du programme dans la majeure partie du Canada. Il n'est pas certain, ni même probable, qu'une autorité unique ait été en mesure de concevoir et promouvoir ce programme à caractère initialement régional, qui est responsable de plus de la moitié des PAPE au Canada entre 1995 et 2000, (682 émissions du programme de sociétés de capital de démarrage contre 659 émissions traditionnelles).

Tableau 9 : Répartition des activités d'émissions initiales au Canada, 1991-2000, en fonction de la province du siège social de la société émettrice

Volet A
PAPE canadiens traditionnels

Province	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB	4	4	52	28	17	30	52	23	10	12	232
CB	28	22	34	27	26	39	46	24	22	22	290
ET	7	2	2	8	9	13	9	5	4		59
ON	11	9	39	46	26	38	50	28	29	23	299
AU	4	3	1	3	3	1	7	4	2	5	33
QC		4	19	7	9	18	20	9	6	18	110
Total	54	44	147	119	90	139	184	93	73	80	1023

Volet B
PAPE canadiens relevant d'un programme de sociétés de capital de démarrage

Province	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB	7	11	51	64	55	65	86	65	30	58	492
CB		3	5	17	16	15	31	22	47	55	211
ET			1	4	2		4			1	12
ON		3	3	11	10	14	16	27	11	5	100
AU		1	1	2	4	1	5	3	4	6	27
QC				2	2	6	1	6	6	3	26
Total	7	18	61	100	89	101	143	123	98	128	868

Sources : *Financial Post, Report of New Issues*, et *Cancorp Financials*, www.sedar.com et www.cdnx.com. Province d'incorporation de l'entreprise émettrice : QC : Québec, ON : Ontario, AB : Alberta, CB : Colombie-Britannique, AU : Nouvelle-Écosse, Manitoba, Saskatchewan, Nouveau-Brunswick, Terre-Neuve, Territoires du Nord-ouest, Île-du-Prince- Édouard, Yukon, ET : sociétés étrangères.

Le Québec a mis au point, au cours des années 1970 à 1990, plusieurs programmes d'aide à la capitalisation et au développement des entreprises, notamment le Régime

d'épargne-actions du Québec (RÉAQ). Lors de sa création en 1979, le RÉAQ visait un triple objectif: réduire le fardeau fiscal des contribuables à revenu élevé, stimuler la détention de titres boursiers et faciliter l'accroissement du capital permanent des entreprises. Il offrait aux investisseurs la possibilité de déduire de leur revenu imposable le coût de certaines actions à condition de les détenir durant deux années. Au départ, la déduction accordée était la même quelle que soit la taille de l'entreprise émettrice. Par conséquent, de 1979 à 1983, les investisseurs ont surtout acquis des actions de grandes entreprises. Les sociétés importantes et les sociétés intermédiaires ont été les principales bénéficiaires du programme. Le programme a ensuite été réorienté vers les titres de petite capitalisation.

Dès 1983, le pourcentage du coût d'acquisition pouvant être déduit est modulé suivant des catégories de taille et la nature des titres[74]. De plus, depuis 1987, la déduction accordée pour les titres de sociétés importantes est limitée à 1 000 $ par contribuable. Ces diverses modifications au programme ont permis d'orienter les investissements vers les actions des entreprises de plus petite taille[75] et le RÉAQ est devenu, en partie, un programme d'aide à la capitalisation des entreprises.

Il existe (ou a existé) un certain nombre d'autres initiatives, telles que le Programme d'aide à la capitalisation (PAC), les investissements dans les Sociétés de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ), et le crédit d'impôt pour les montants placés dans le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec (FSTQ). Ces deux derniers programmes de dépenses fiscales réduisent l'impôt du contribuable qui, de façon directe ou indirecte, effectue un placement non-garanti dans des entreprises admissibles, généralement de petite taille. La mise en place de ces programmes découle des interventions successives de divers groupes de pression, qui ont basé leur argumentation sur l'existence de discontinuités des marchés financiers. Les programmes RÉAQ et Fonds de travailleurs ont été ensuite adoptés par d'autres provinces. Lacroix (1987a et b) décrit comment le programme a été progressivement ajusté puis adopté dans les provinces de l'Ouest. Les fonds de travailleurs ont également été mis en place dans plusieurs provinces. Celles-ci ont donc progressivement adopté des programmes de même type, mais diffèrent encore très largement sur l'importance relative des interventions gouvernementales dans le domaine du financement des entreprises.

---

[74] Il existe quatre catégories de sociétés: importantes, intermédiaires, en voie de développement et autres ainsi que deux types de titres : ordinaires et subalternes. Les sociétés importantes ont un actif supérieur à 250 M$ (depuis 1987) alors que celui des sociétés en voie de développement est compris entre 2 et 50 M$. Les sociétés intermédiaires se situent entre ces deux limites tandis que la catégorie des autres sociétés regroupe celles dont l'actif est inférieur à 2 M$. Pour chacune des catégories, un pourcentage de déduction inférieur a été attaché aux titres subalternes.

[75] Depuis le 1er janvier 1988, un fonds d'investissement peut également être admissible au RÉAQ. Un fonds RÉAQ s'engage à utiliser la totalité ou une partie des fonds recueillis pour effectuer des investissements dans des actions admissibles au RÉAQ, et permet de bénéficier de déductions similaires à celles permises par l'acquisition directe des titres RÉAQ.

L'effet net de ces programmes en termes d'allocation optimale des fonds et de développement des entreprises n'est probablement pas systématiquement positif, mais leur existence démontre la créativité dont ont fait preuve les provinces face au problème du financement de démarrage. Les approches différentes qui ont été utilisées répondent à des particularités locales : les SDC ont été créées en premier lieu pour répondre à des besoins des entreprises de ressources. Le RÉAQ visait, en plus du financement des entreprises, l'augmentation du taux d'actionnariat au Québec. Les différences de contexte et d'approches sont donc sensibles et l'approche de la réglementation uniforme ne pourra que très difficilement prendre en compte cette diversité.

3.6.2.2 L'importance de l'intervention gouvernementale

L'intervention gouvernementale en matière de financement des entreprises en croissance est particulièrement forte au Québec; elle semble beaucoup moins importante dans les autres provinces. Les gouvernements québécois ont mis en place un vaste ensemble de mesures destinées à faciliter le financement et la croissance des entreprises de la nouvelle économie, qui se sont ajoutées aux mesures initiées par le gouvernement fédéral. Durant de nombreuses années, le Québec a été sur-représenté en termes de nombre de financements et de montants investis dans le domaine du capital de risque. La majeure partie de ce capital était directement ou indirectement liée à l'action gouvernementale.

L'intervention directe dans le domaine du capital de risque s'est faite via les sociétés Innovatech. Une intervention indirecte a également pris place par l'intermédiaire des fonds de travailleurs et de la Société générale de financement. Le volet des prêts participatifs et des garanties de prêt a été confié à Investissement Québec, alors que les régimes de retraite gouvernementaux interviennent massivement en placement privé et capital de risque par l'intermédiaire de la Caisse de dépôt et placement et de ses filiales. Ces mesures s'ajoutaient à celles issues des programmes fédéraux (BDC).

Le tableau 10 illustre l'importance relative du financement en capital de risque lié à l'intervention gouvernementale au Québec : 138 des 160 placements effectués en quatre mois (octobre 2001 à février 2002) sont liés aux initiatives gouvernementales. En dépit de ces actions, des entrepreneurs dénoncent encore fréquemment les difficultés de financement des entreprises technologiques[76].

Le marché des valeurs mobilières canadien est donc extrêmement hétérogène, tant sur le plan des caractéristiques des entreprises qui le composent que sur celui des initiatives provinciales, et du poids relatif de ces initiatives dans l'économie.

---

[76] Voir les rapports de M. Macdonald & Associates Limited, pour illustrer les différences entre les sources de capital de risque entre les provinces, à www.canadavc.com.

Tableau 10 : Investissement en capital de risque au Québec : 13 octobre 2001 - 28 février 2002

Gouvernemental et para-gouvernemental	Nombre d'investissements
Banque de développement du Canada	20
Centres locaux de développement	4
Centre québécois de valorisation des biotechnologies	3
Fonds de travailleurs – SOLIDE	57
Hydro Québec Capitech	6
Innovatech	40
T2C2 (Caisse de dépôt et placement du Québec)	8
	138
Autres	
Techno Cap	13
Investissement Desjardins	7
Divers	2
	22

Source : Association canadienne de capital de risque (site Web, 2002).

3.7 L'argument de l'accès au financement des entreprises en croissance

Cet argument est mis de l'avant par Mackay qui écrit que « bon nombre d'émetteurs et de courtiers attitrés ont souligné les coûts excessifs et les délais d'exécution qui découlent de l'observation des politiques, lois, règles et règlements. (...) Le fardeau de ces coûts et de ces délais (...) empêche les sociétés, surtout les sociétés émergentes en pleine croissance, d'avoir accès au marché public. » Nous avons analysé, dans la seconde partie de la présente étude, les coûts et délais subis par les émetteurs et montré que ceux-ci bénéficiaient, au Canada, de délais plus courts et de coûts moins élevés que s'ils émettaient sur le marché américain.

Plusieurs études ont porté sur le processus de sortie du capital de risque et sur les barrières au financement des jeunes entreprises. Ces travaux permettent de compléter l'étude des coûts et délais. Ils abordent deux aspects principaux, soit le placement privé et l'entrée en Bourse à la suite d'un investissement en capital de risque. MacIntosh (1994) et Riding (1998) abordent l'ensemble de la problématique, alors que Cumming et MacIntosh (2000, 2002) traitent de la disposition des placements en capital de risque.

3.7.1 Le placement privé

Le placement privé est le mode de financement par lequel une entreprise réunit des capitaux en vendant des valeurs mobilières à un ou plusieurs investisseurs. Ce mode de financement se différencie donc de l'appel public sous plusieurs aspects. En

premier lieu, l'investisseur ou les investisseurs privés conservent les titres, contrairement aux courtiers dans le cadre des émissions conventionnelles, pour une durée déterminée par la loi (période de rétention des titres). Le financement privé peut donc avoir, pour l'acheteur, un effet important sur l'équilibre et la diversification du portefeuille. En second lieu, l'émetteur ne prépare pas obligatoirement un prospectus, dont il peut être dispensé. Il prépare, dans la plupart des cas, un avis de placement ou une notice d'offre. L'asymétrie informationnelle est donc potentiellement importante, ce qui explique les dispositions légales qui limitent l'accès aux investissements privés 1) aux investisseurs institutionnels tels que les banques, sociétés de fiducie ou compagnies d'investissement, 2) aux investisseurs avertis (*sophisticated investors*) et 3) aux situations de relation particulière entre l'entreprise et le ou les investisseurs. L'accès à ce type de placement est donc réservé aux investisseurs qui ont la capacité de gérer l'effet de placements, souvent importants mais peu liquides, sur leur portefeuille et à ceux qui sont en mesure d'évaluer et de structurer adéquatement le placement. Les entreprises qui décident de se financer de cette façon ainsi que les investisseurs qui interviennent sur ce marché privé doivent donc disposer de conditions particulières, qui relèvent du régime d'exemptions. Ces dispositions complexes ne sont pas les mêmes suivant les provinces, et ont fait l'objet de changements récents.

Les lois des valeurs mobilières encadrent également les durées de détention des placements privés. Elles tentent d'établir sur ce point un équilibre entre deux objectifs contradictoires. Une durée longue provoque une augmentation du coût du financement, puisqu'une prime de liquidité est exigée par les investisseurs pour la détention d'actions non-liquides. Cette prime est d'autant plus élevée que l'échéance de revente sur un marché public est lointaine (Das *et al.* 2002).

Une durée courte permet à des investisseurs de contourner les dispositions de la loi sur l'appel public à l'épargne. Les dispositions qui entourent le placement privé sont encore divergentes suivant les juridictions canadiennes, même si des efforts d'harmonisation ont été réalisés.

Les dispenses pour les placements auprès d'un nombre limité d'investisseurs :

Toutes les provinces, à l'exception du Nouveau-Brunswick, offraient des dispenses de prospectus et d'inscription pour l'émission à un nombre réduit d'investisseurs et sous certaines conditions. Comme l'indiquent Anand *et al.* (1999, p. 257-260), les conditions différaient largement d'une province à l'autre. Toutefois, ces différences devraient avoir peu d'effet étant donné l'envergure locale des émissions qui ne peuvent, dans le cas du Québec, s'adresser à plus de vingt-cinq investisseurs (sauf dans le cas du placement de valeurs refuges, où le nombre maximum d'investisseurs est de cinquante). En Ontario, en Colombie-Britannique et en Alberta, ces dispositions ont été récemment révisées et on a introduit la notion de société à actionnariat restreint. Les différences les plus importantes sont liées à la définition

d'un investisseur averti. Des changements récents ont modifié ces définitions en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique[77].

Les dispenses pour les acquéreurs avertis :

Elles concernent des investisseurs institutionnels et des individus dont l'avoir net élevé permet de supposer une bonne connaissance de l'investissement. Les règles varient d'une province à l'autre et ont également subi des changements récents.

3.7.2 L'évolution récente

La réglementation ontarienne 45-501 sur les dispenses :

La norme 45-501 sur les dispenses de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario remplace un ensemble de sept dispenses par deux catégories intitulées *Closely Held Issuer* (société fermée) et *Accredited Investors* (investisseurs avertis). La dispense de société fermée permet de lever un maximum (à vie) de trois millions de dollars auprès de trente-cinq investisseurs non avertis, sans égard à leur niveau de connaissance du domaine. Ces investisseurs peuvent revendre leurs titres dans la mesure où les autres actionnaires et dirigeants approuvent l'opération. Des dispositions particulières s'appliquent dans le cas des abris fiscaux.

La dispense pour les acquéreurs avertis remplace plusieurs dispenses, dont celle pour le placement auprès d'un nombre limité d'investisseurs. Les acquéreurs avertis peuvent investir sans limite dans des placements sans prospectus. Cette dispense concerne, en plus des investisseurs institutionnels, les investisseurs informés et ceux dont l'avoir net dépasse un million de dollars. D'autres provinces ont également modifié les règles en ce domaine.

La norme 45-103[78]

Cette réglementation des dispenses est entrée en application en avril 2002, en Alberta et en Colombie-Britannique, dans le but d'harmoniser les règles de dispense dans les deux provinces.

Une dispense pour émetteur privé permet l'émission auprès de la famille, d'amis et d'associés ainsi qu'auprès d'acquéreurs avertis. La limite est de cinquante souscripteurs en vertu de la norme 45-103 contre trente-cinq en Ontario, et le montant maximal émis de trois millions n'apparaît pas dans la norme 45-103. Les investisseurs avertis ont des caractéristiques semblables à celles définies sous 45-501.

---

[77] Voir la norme canadienne 45-101, *Placements et droits de souscription, d'échange et de conversion*, et le document de la CVMQ intitulé : *Régime de dispense de prospectus et d'inscription en regard de la nouvelle règle ontarienne 45-501*, en annexe du Bulletin hebdomadaire 2002-03-15, vol. XXXIII, n°10. Ces documents sont disponibles à partir du site de la CVMQ.

[78] *Multilateral Instrument 45-103: Capital raising exemptions.*

Des dispositions légèrement différentes prévalent entre les deux provinces. Les réglementations ontariennes ainsi que celles de l'Alberta et de la Colombie-Britannique sont donc différentes, mais constituent cependant une avancée vers une plus grande homogénéité des règles de dispenses, qui touchent directement le placement privé. L'harmonisation des durées de détention complète cette évolution. La consultation lancée en janvier sur le financement de la PME devrait permettre une évolution de cette norme.

La norme multilatérale MI 45-102

L'adoption de la norme multilatérale 45-102, en novembre 2001, a introduit un nouveau régime relatif à la revente des titres acquis sous un régime de dispense, dans l'ensemble du Canada[79]. Il s'agit d'un sujet important, qui est relié à la problématique de la revente des placements privés et en particulier de ceux effectués par les sociétés de capital de risque. Les restrictions posées à la revente ont pour objectif d'assurer une certaine stabilité des cours, qui pourraient être fortement influencés par la cession rapide de blocs importants détenus par ces investisseurs.

Les clauses touchent plusieurs catégories de titres ainsi que diverses circonstances, et l'application en est technique et complexe. La complexité découle de la volonté des ACVM de parvenir à un régime uniforme alors que les règles de dispenses ne sont pas les mêmes dans les diverses provinces. En dépit de certains progrès, la situation des régimes d'exemption reste non homogène et des divergences importantes subsistent entre les provinces. Il est possible que la situation passée, bien plus hétérogène ait *...inhibited the development of a secondary resale market for investments in small and medium sized enterprises to a greater degree in Canada than in the U.S.* (MacIntosh 1994). Toutefois, Cumming et MacIntosh (2002) soulignent également (note 14, p. 37) que d'autres recherches doivent être menées afin de mesurer l'effet de la réglementation sur les petites entreprises et l'industrie du capital de risque, avant d'affirmer le caractère excessif du fardeau réglementaire. D'autres facteurs, tels que la liquidité du marché, pourraient également influencer les stratégies de sortie des investisseurs en capital de risque, ainsi que les habiletés moins grandes des investisseurs en capital de risque. Cumming et MacIntosh (2002) montrent que le mode de sortie des investisseurs en capital de risque influence le rendement de cette industrie[80]. Toutefois, ici encore, le rôle des facteurs d'ordre réglementaire reste à définir et à mesurer. D'ailleurs, les travaux semblables qui portent sur le capital risque européen mettent en évidence des différences importantes par rapport au capital de risque américain, en ce qui concerne les stratégies de sortie. Schwienbacher (2002) attribue ces différences aux écarts de liquidité entre les différents marchés. Il n'est pas certain qu'une réglementation strictement uniforme

[79] Le Québec n'est pas signataire de cette entente, mais la CVMQ a émis une décision générale pour harmoniser la période de détention à celle prévue à la norme multilatérale 45-102.
[80] Voir à ce sujet la section 2-4-5.

soit optimale. Par ailleurs, pour de nombreuses provinces, les dispositions réglementaires en matière de valeurs mobilières sont devenues un outil de développement économique. Des expérimentations ont pu être menées, notamment en ce qui concerne le financement par capital de risque et le financement public des entreprises de petite taille. Même si ces expérimentations ne peuvent probablement pas être qualifiées de succès dans tous les cas, on observe une migration vers les provinces autres que celles d'origine qui démontre leur intérêt pour des groupes importants d'acteurs économiques. L'argument voulant qu'une loi uniforme soit préférable fait abstraction de ces réalités. La capacité d'innover dans le domaine des valeurs mobilières est une conséquence directe de la situation de concurrence réglementaire qui prévaut au Canada. La partie 4 est consacrée à l'analyse de ce concept.

4E PARTIE

4- LA CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE

Les arguments mis de l'avant par les promoteurs de l'uniformisation et de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada s'appuient essentiellement sur la notion d'efficacité immédiate de cette réglementation : une autorité unique serait en mesure de réglementer le secteur des valeurs mobilières de façon optimale et à un coût inférieur et une réglementation parfaitement homogène serait préférable à la situation qui prévaut actuellement. L'imposition de cette réglementation homogène par une autorité centrale est évoquée par Breton (2000) comme la méthode d'harmonisation imposée (*strong harmonization*). À cette vision s'oppose celle de la concurrence réglementaire. Au lieu d'un monopole réglementaire, ses défenseurs proposent une approche de type marché à la réglementation, qu'il s'agisse de réglementation fiscale, environnementale, des sociétés ou des marchés financiers. Suivant certains des promoteurs de cette approche, la concurrence devrait finir par provoquer une harmonisation moins totale et stable que celle qui prévaut par harmonisation imposée mais plus conforme aux besoins réels des intervenants. Breton évoque pour cette approche la méthode d'harmonisation douce (*weak harmonization*). Le débat qui entoure la concurrence réglementaire dure depuis de nombreuses années aux États-Unis. La construction de l'espace européen, les lacunes constatées lors des récents scandales financiers, et la globalisation des marchés ont donné un nouvel élan à ce courant de recherche important, où l'on s'intéresse autant à la concurrence réglementaire interne, qui prévaut entre les États ou les organismes, qu'à la concurrence externe. En effet, la réglementation américaine et celles du Canada se trouvent confrontées à celles émises par d'autres juridictions, notamment en termes de valeurs mobilières en raison de l'émergence de marchés européens intégrés[81].

L'harmonisation imposée et la centralisation peuvent apparaître comme des moyens d'optimaliser la réglementation des valeurs mobilières ou des sociétés d'un pays, d'une fédération ou d'une Union comme celle qui se construit en Europe.

Ce modèle de réglementation n'est cependant pas le seul qui soit actuellement en place et les États-Unis sont un bel exemple de l'approche diamétralement opposée à celle de la centralisation, en termes de lois des sociétés. Dans ce domaine, les États-Unis pratiquent la concurrence réglementaire : il existe autant de lois des sociétés qu'il y a d'États et certains États ont des lois sensiblement plus attrayantes pour les entreprises que d'autres. C'est en particulier le cas du Delaware, où sont incorporées près de la moitié des sociétés américaines inscrites en Bourse.

---

[81] Voir Geiger (1997) ou Perry (1994) pour l'analyse de ces concepts dans le cadre des valeurs mobilières, à la suite notamment de la publication du rapport *Marché 2000* (SEC : *An Examination of Current Equity Market Development*, Jan. 1994).

Entre les deux positions extrêmes apparaissent des formules intermédiaires qui conduisent à des modèles de reconnaissance mutuelle (ou délégation réciproque). Harris (2002) présente les avantages et les inconvénients de chacune des approches. Maykut (2001) considère que la délégation réciproque est raisonnable et viable au Canada. Anand (2001) et Scarlett (2001) critiquent cette proposition. Anand observe que l'approche de la reconnaissance mutuelle demande *a real commitment to the harmonization of provincial securities statute* et estime que l'uniformité ne peut être atteinte que par la mise en place d'un organisme national de réglementation. La solution de la délégation réciproque a cependant été retenue par la Communauté européenne dans le domaine des valeurs mobilières. Elle est également clairement évoquée dans le projet d'uniformisation/harmonisation des lois sur les valeurs mobilières proposé par les ACVM en janvier 2003.

Nous abordons ici, en première partie, le concept de concurrence réglementaire puis étudions son application aux États-Unis dans le domaine du droit des sociétés. Une troisième section est dédiée aux propositions de concurrence entre les normes comptables, puis dans le domaine des valeurs mobilières. Nous analysons ensuite la démarche de la Communauté européenne vers le mécanisme de reconnaissance mutuelle, connu également sous le terme de passeport européen. Nous tirons, en conclusion, les enseignements de ces expériences et réflexions pour le débat qui entoure actuellement le secteur des valeurs mobilières au Canada.

4.1 Concurrence réglementaire : principes

La concurrence réglementaire s'inscrit dans un cadre plus vaste de la concurrence interjuridictionnelle, que nous désignerons ici par l'acronyme IJC (*Interjurisdictional Competition*). L'IJC est définie comme la rivalité qui s'exerce entre des gouvernements et par laquelle ceux-ci cherchent à attirer certaines ressources rares ou encore à éviter certains coûts (Kenyon, 1997). Cette concurrence revêt de multiples aspects. La fiscalité directe et indirecte, les subventions et programmes de dépenses fiscales destinés à activer ou retenir des entreprises en sont un élément important. La qualité des services de santé, d'éducation ainsi que l'infrastructure en font également partie. Dans le secteur réglementaire, les lois du travail, celles des sociétés et les lois environnementales sont le plus fréquemment évoquées. Les diverses composantes citées plus haut déterminent la compétitivité des juridictions. Cette compétitivité dépend cependant de l'agent économique concerné. Une compagnie papetière n'a pas les mêmes critères de choix de localisation qu'un retraité. La mondialisation des échanges a conduit à l'internationalisation du concept. Perry (1994) définit la concurrence réglementaire internationale (dans le domaine des valeurs mobilières) comme *a contest among regulatory juridictions to attract activity by offering the most efficient regulatory environment in which to operate. A regulatory environment is efficient if it offers participants precisely the regulation for which they are willing to pay.*

Il existe plusieurs modèles théoriques de l'IJC, de Tiebout (1956) à Breton (1996). Kenyon (1997) en propose un survol. Ils s'appliquent à différents volets de l'intervention des gouvernements mais, à l'exclusion de celui de Breton, ces modèles sont largement axés vers la taxation. Nous nous intéressons ici aux concepts, travaux et résultats qui portent sur le sous-ensemble de l'IJC directement lié au droit des sociétés et des valeurs mobilières, en incorporant la dimension des normes comptables qui lui est associée.

Les modèles théoriques de l'IJC prennent leur source dans les travaux d'économistes tels Oates (1998, 1999), Tiebout (1956) ou Breton (1996), qui observent que les responsables de la réglementation n'ont pas forcément les motivations pour réglementer au mieux. Par exemple:

> *If we discard the assumption that politicians and public sector bureaucrats are somehow motivated to maximize a social welfare function, as the most superficial observation of the world entreats us to do, the most important reason for decentralizing the public sector is that decentralization makes possible and, in effect, stimulates intergovernmental competition.*[1] *Indeed, once it is accepted that public officials are like everyone else in society in that they are motivated, to a significant degree at least, to pursue their own interest, intergovernmental competition is required for two different, if related, reasons: a) as a check on political power much like market competition acts as a check on corporate power; and b) as an invisible hand mechanism capable of producing a maximum of social utility.*

La concurrence réglementaire est donc une situation nécessaire pour contrebalancer un pouvoir excessif des instances centrales qui n'agissent pas forcément de façon à maximiser le bien-être collectif ainsi que pour permettre la mise en place de mécanismes pouvant conduire à un optimum en termes d'utilité collective.

Vietor (1994), à la suite d'une analyse approfondie de plusieurs cas de réglementation et de déréglementation aux États-Unis, pose le constat suivant. Toute réglementation produit des effets indésirables, qui sont généralement négligés. Elle tend à s'opposer aux forces du marché et aux progrès technologiques plutôt que de les appuyer et, tôt ou tard, le processus prend le dessus sur la finalité. Ces trois tendances lourdes finissent par créer des dysfonctions réglementaires et bloquent le processus d'ajustement des réglementations et organismes aux réalités de marchés en évolution de plus en plus rapide.

L'organisme de réglementation idéal devrait au contraire anticiper les impacts de ses décisions, élaborer des règlements qui orientent plutôt que de contraindre les forces du marché, limiter le fardeau des procédures et revoir de façon régulière ses méthodes et règlements.

Pour Vietor, la concurrence réglementaire est un moyen d'atteindre, au moins partiellement, ces divers objectifs. Levich (1993) propose de mesurer le fardeau réglementaire net (*Net Regulatory Burden*, NRB par la suite) auquel les entreprises sont soumises. Le NRB représente le coût réglementaire incrémental diminué des bénéfices marginaux qui découlent de la réglementation[82]. Lorsqu'il existe plusieurs juridictions, les entreprises déplaceront leurs activités vers l'environnement réglementaire le moins coûteux. Cet arbitrage réglementaire conduit les entreprises à choisir les juridictions à bas NRB. Ceci ne signifie pas forcément que ces entités sont moins exigeantes, mais que les avantages et coûts de chaque élément de réglementation sont compensés. Les autorités des juridictions à NRB élevé devront donc réduire leurs exigences et éliminer toute réglementation dont le coût marginal est supérieur au bénéfice marginal. La concurrence réglementaire internationale exerce donc une discipline qui limite les réglementations excessives. Comme le mentionne Tung (2002), *in the areas of corporate, securities, and bankruptcy law it (regulatory competition) forces governments and their regulators to compete to offer regulation that firms and their investors prefer*. Deux écoles s'affrontent quant au résultat ultime de cette concurrence, qui peut entraîner une course au minima ou une course au sommet. Deux écoles s'affrontent également en termes de capacité et rapidité d'adaptation des systèmes soumis ou non à la concurrence.

Pour les promoteurs de la concurrence réglementaire, celle-ci aurait également pour effet de provoquer une certaine homogénéisation des lois. Les dispositions dont le coût net est largement supérieur au bénéfice devraient être abandonnées, alors que les dispositions trop laxistes devraient être également abandonnées, puisqu'elles provoqueraient une augmentation du coût du capital, dans les domaines des valeurs mobilières et du droit des sociétés par exemple. Cet ajustement se ferait vers l'optimum, mais peut se heurter au pouvoir des différentes juridictions si la concurrence n'est pas parfaite.

La situation de concurrence en termes de lois des sociétés aux États-Unis semble avoir conduit à l'émergence de lois relativement uniformes dans les différents États (Romano, 1985; Black, 1990).

4.1.1 Course aux minima ou au sommet

La course aux minima (*race-to-the-bottom*)

Cet argument de base des opposants à la concurrence réglementaire suggère que les diverses juridictions vont réduire leurs exigences pour attirer les agents économiques.

---

[82] Il s'agit bien d'une illustration sommaire. L'entreprise ne bénéficiera pas directement des réglementations, en raison des externalités. Par exemple, des exigences de divulgation plus strictes peuvent entraîner une plus grande confiance dans le marché, améliorer la situation des investisseurs en réduisant l'asymétrie informationnelle et réduire la prime de risque donc le coût du capital pour l'ensemble des entreprises.

Par exemple, dans le domaine des lois qui régissent les prises de contrôle, Bebchuk et Ferrell (1999) défendent, conceptuellement et sur la base d'observations, que les États américains se livrent une concurrence pour proposer des mécanismes de protection des dirigeants en place contre les prises de contrôle. Il existe cependant divers mécanismes qui permettent de limiter cette course aux minima, notamment l'établissement de normes minimales communes. Hertig (2001) les décrit dans le cadre européen. Le principal argument qui s'oppose à ce comportement est cependant de nature économique, et permet de prévoir une course au sommet, notamment en termes de divulgation de l'information financière et de réglementation des valeurs mobilières.

Dans des domaines autres que les valeurs mobilières, il existe plusieurs exemple de course au minima, que Breton (2000) nomme *decentralization failure*. Les guerres tarifaires que se sont livrées des pays, les courses aux subventions pour attirer et retenir des entreprises, les guerres fiscales entre les États dans les années 1930 en sont des exemples. Toutefois, Breton observe qu'au niveau international, ces guerres se sont atténuées et que des mécanismes ont été mis en place pour les contenir.

La course au sommet (ou *race-towards-the-top*)

Cet argument repose sur la relation fondamentale de la finance qui associe le risque et le rendement. L'allègement de la réglementation en deçà de la limite du NRB augmente le niveau de risque des investisseurs qui vont exiger des primes de risque qui induiront un coût du capital supérieur pour les entreprises sujettes à la réglementation allégée. Plusieurs évidences suggèrent que cette situation prévaut notamment dans le domaine des valeurs mobilières où, traditionnellement, les juridictions les plus exigeantes ont attiré un nombre élevé d'émetteurs et d'investisseurs.

Comme le souligne Warren (1990, p. 189), *the New-York and London markets have emerged as the largest international securities markets despite having the two most comprehensive securities regulatory systems in the world.* Les premiers bénéficiaires de cette course sont les actionnaires, puisqu'un système de réglementation optimal augmente la valeur des actions. L'argument *race-towards-the-top* est défendu entre autres par Romano (1993, 1998, 2001, 2002) et Winter (1977, 1989). Jackson et Pan (2001) récapitulent les divers travaux empiriques et les évidences professionnelles qui confirment que les émetteurs tendent à se conformer aux normes les plus élevées (celles du Royaume-Uni en Europe) lors du choix de leur stratégie de divulgation. Certains des travaux cités montrent également que des émetteurs dépassent les normes minimales de divulgation pour tenter d'influencer positivement le marché. Il existe donc de multiples évidences au principe de course aux maxima en termes de diffusion de l'information. La réaction des entreprises émettrices de la Communauté européenne après l'adoption de la directive sur le passeport européen est également cohérente avec ce comportement.

4.1.2 Stabilité et capacité d'adaptation

Les systèmes centralisés et concurrentiels de réglementation diffèrent également en termes de stabilité, de capacité d'adaptation et de capacité d'implantation des mesures nouvelles, ainsi qu'en termes de possibilité de capture totale ou partielle.

La stabilité : pour Harris (2002), un système unique et centralisé de réglementation est plus stable qu'un système de concurrence. Il est donc plus prévisible, ce qui représente un avantage certain pour les émetteurs et les investisseurs. Toutefois, un système stable représente un désavantage dans un environnement en mutation rapide, ce qui est le cas des valeurs mobilières. Il est en effet synonyme d'une capacité d'adaptation moindre.

La capacité d'adaptation a deux dimensions. Une réglementation devrait pouvoir s'adapter aux changements (adaptation temporelle) et aux différences géographiques (adaptation locale), dès qu'une juridiction présente des disparités, ce qui est le cas du Canada.

L'adaptation temporelle : MacIntosh (1997, p. 232) note que la mise en place d'un système de réglementation centralisé provoquerait une diminution de la capacité de réponse (*responsiveness*).

Le domaine des valeurs mobilières, mais aussi celui du droit des sociétés, sont en évolution rapide. Des organismes de réglementation décentralisés pourraient être en mesure d'innover plus rapidement pour répondre à ces changements. Toutefois, la réponse réglementaire doit être suivie de la phase d'implantation qui, dans un système décentralisé, est forcément plus longue car elle demande une concertation.

L'adaptation locale : les tenants de la décentralisation défendent que ce système permet un meilleur ajustement aux réalités locales, et un ajustement plus souple aux changements locaux des conditions.

La mise en œuvre : même si des entités réglementaires détectent des changements et s'y adaptent, il reste à transposer ces changements au niveau global. Les tenants d'un système centralisé défendent que le fractionnement de la responsabilité impose un processus long et coûteux, puisque la concentration est requise. Dans le cadre de la théorie de la capture, qui veut que les organismes de réglementation soient tôt ou tard capturés à leur profit par les entités réglementées, ce processus peut avoir des avantages appréciables. Il permet en effet de limiter le pouvoir des groupes de pression les plus importants.

La centralisation et la décentralisation réglementaires présentent donc chacune des avantages et des inconvénients qui s'énoncent facilement mais ne peuvent être facilement mesurés : il est donc nécessaire de se tourner vers les analyses de situations existantes pour tenter de déterminer dans quelle mesure un modèle peut

être jugé préférable. Nous analyserons successivement les situations qui prévalent dans le domaine du droit des sociétés, dans le domaine des normes comptables, et dans celui des valeurs mobilières, et porterons une attention particulière au cas de la Communauté européenne. Sous plusieurs aspects, la Communauté doit faire face à une problématique similaire à celle du Canada

4.2 La concurrence réglementaire dans le domaine du droit des sociétés

Aux États-Unis, la concurrence réglementaire est de mise dans le domaine des relations entre les dirigeants et les actionnaires, qui relèvent de la juridiction des États. Par ailleurs, le statut qui prévaut dans la juridiction d'incorporation régit l'ensemble de l'entreprise, quel que soit son lieu d'opérations et les sociétés choisissent librement leur État d'incorporation. Une situation identique existe d'ailleurs depuis peu en Europe, où les sociétés peuvent choisir leur pays de résidence. Cette concurrence a provoqué d'importantes différences entre les capacités des États américains de retenir les sociétés qui sont physiquement présentes sur leur territoire. Bebchuk et Cohen (2002) observent que l'Illinois et la Californie n'incorporent que 11 et 22 % de « leurs » entreprises, alors que l'Indiana et le Minnesota en conservent 70 et 75 % respectivement. Le Delaware capture 85,23 % des sociétés incorporées hors de leur État d'implantation et ce mouvement s'accentue. De 1996 à 2000, le Delaware a incorporé 90,22 % des nouvelles entreprises qui ont choisi un État autre que leur État d'origine. Ces indicateurs permettent à Bebchuk et Cohen de conclure que la domination du Delaware sur le marché est encore plus nette et croissante que ne le montrent les valeurs habituellement mises de l'avant. Selon ces auteurs, 57,75 % des sociétés publiques américaines et 59,46 % des entreprises du Fortune 500 ont leur siège social dans cet État, contre moins de 5 % dans l'État de New-York, qui arrive toutefois au second rang en termes de part de marché des incorporations. Le Delaware s'octroie également une très forte proportion des PAPE. Daines (2001) montre que cet État attire, en 1996, 64 % des PAPE américaines. Il en attirait 36,5 % en 1981.

Compte tenu des similitudes des implications des lois des sociétés et des valeurs mobilières, la concurrence en droit des sociétés est un objet d'étude essentiel pour analyser et comprendre les effets d'une concurrence réglementaire en termes de valeurs mobilières. De très nombreux travaux ont d'ailleurs été consacrés à ce sujet, autour de la situation particulière du Delaware.

4.2.1 La situation du Delaware

Le Delaware a systématiquement adopté ses lois en fonction des besoins des entreprises. Cet État est le seul à offrir une cour spécialisée pour régler les conflits relevant du droit des sociétés et offre aux entreprises des protections importantes contre les prises de contrôle hostiles. Les protections légales autorisent largement les manœuvres défensives contre les prises de contrôle. Elles ont été renforcées par le

développement d'une doctrine permettant le recours, notamment, aux pilules empoisonnées par les cours du Delaware. Les chercheurs du domaine reconnaissent que les dispositions du Delaware sont extrêmes, mais d'autres États ont adopté des dispositions qui vont encore plus loin, sans toutefois attirer autant de sociétés que le Delaware (Bebchuk et Cohen, 2002)[83]. Cependant, comme l'indiquent ces auteurs, la capacité d'attirer des sociétés est positivement associée à la protection contre les prises de contrôle.

Les principales caractéristiques légales du Delaware sont les suivantes :

- Une protection plus importante des dirigeants contre les prises de contrôle hostiles;
- Des frais de transactions moins élevés lors de la vente des entreprises ;
- Des limites moindres aux tactiques défensives des dirigeants aux prises de contrôle;
- Un corpus juridique et une expérience approfondie du domaine des prises de contrôle.

Au départ, Carey (1974) énonce que la volonté du Delaware d'attirer des entreprises, pour des raisons de revenus fiscaux, devrait se traduire par l'abaissement des exigences légales, principalement dans le domaine de la protection des actionnaires. Carey défend que les dirigeants profitent de lois moins exigeantes aux dépens des actionnaires dans un ensemble de domaines. Le Delaware initierait alors une course aux minima qui alignerait les lois sur les désirs des dirigeants. La seule façon de contrer ce mécanisme serait, pour cet auteur, le recours à une loi unique, au niveau fédéral. L'argument de Carey a l'avantage de permettre des vérifications empiriques de l'effet de la concurrence réglementaire. En effet, une protection moindre des investisseurs représente un risque supplémentaire, qui devrait se traduire par un coût du capital plus élevé. La valeur des entreprises étant déterminée par la valeur des flux futurs actualisée par ce coût du capital, toutes choses étant égales par ailleurs, une société inscrite au Delaware devrait avoir une valeur inférieure à celle qu'elle aurait dans une autre juridiction. Les changements de juridiction de ou vers cet État devraient également se traduire par des changements de valeurs des entreprises. Cet énoncé théorique n'est pas validé empiriquement.

4.2.2 Les travaux empiriques

Les études empiriques des effets de la concurrence réglementaire en droit des sociétés sont fort nombreuses et des synthèses en sont proposées par Bhagat et Romano

[83] Pennsylvanie, Ohio et Massachusset.

(2002), Romano (2002) ainsi que par Bebchuk et *al.* (2002). Nous n'exposerons ici que les principales méthodes et les principaux résultats des tests qui ont porté sur l'une ou l'autre des hypothèses suivantes : si la concurrence réglementaire enrichit les actionnaires, les changements de domiciliation vers une juridiction plus favorable devraient provoquer une hausse des cours (et inversement) ; toutes choses étant égales par ailleurs, une société inscrite dans un État à juridiction favorable devrait valoir davantage que celle située dans une juridiction moins favorable.

En utilisant des techniques d'analyse événementielle[84], quelques études montrent un rendement anormalement positif lors de l'annonce de la réincorporation au Delaware (Romano, 1985; Wang, 1995 ; Hyman, 1979). Toutefois, les résultats de Wang ne sont plus significatifs lorsqu'il divise l'échantillon en fonction de l'État vers lequel les sociétés se dirigent et l'étude de Hyman repose sur une méthodologie sommaire. Contrairement à ce qu'affirme Romano (2002, p. 65), les évidences de l'effet du transfert du siège social au Delaware ne sont pas systématiquement positives ni significatives au seuil conventionnel de 5 %. Comme l'indique Daines (2001), le changement de siège social est souvent associé à un changement de stratégie et l'effet des deux évènements est confondu. Pour Bebchuk *et al.* (2002), il est difficile d'inférer, à l'aide des études existantes, que l'incorporation au Delaware a un effet positif important sur la richesse des actionnaires. Le tableau 1 de Bhagat et Romano (2001) montre d'ailleurs la rareté des résultats statistiquement significatifs dans les études portant sur la période postérieure à 1983. Romano (2002, p. 65) rétorque toutefois qu'un rendement anormal de 1 % peut être économiquement important.

Une seconde approche a été utilisée par Daines (2001) puis par Subramanian (2002) et quelques autres auteurs pour vérifier dans quelle mesure le type de loi auquel sont soumises les entreprises influence leur valeur.

Daines utilise une mesure de valeur relative de l'entreprise (le ratio Q de Tobin)[85] et montre que, toutes choses étant égales par ailleurs, les entreprises du Delaware valent davantage que celles des autres États. L'étude porte sur 4 481 sociétés inscrites en Bourse au cours de la période 1981-1990. Les résultats sont statistiquement significatifs pour douze des seize années étudiées, mais sont aussi économiquement significatifs. Par exemple, en 1996, la différence de valeur est de l'ordre de 5 %. Cependant, une étude du même type, menée au cours de la période suivante, indique que l'avantage du Delaware s'atténue. Subramanian (2002) l'évalue à 2,8 %.

---

[84] Ces études cherchent à mesurer l'effet d'une annonce sur le cours boursier des titres faisant l'objet de l'annonce, en tentant de prendre en considération les autres facteurs pouvant influencer le cours. En particulier, la variation de l'indice boursier est prise en considération et les résultats de ces études sont le plus souvent exprimés en termes de rendements excédentaires (par rapport à celui de l'indice de référence) encore nommés résidus.

[85] Cette mesure commune de la valeur relative est obtenue en divisant la valeur au marché de l'entreprise par sa valeur comptable ajustée, pour tenir compte des coûts de remplacement des éléments d'actif.

Même s'il n'est pas parfaitement évident qu'un transfert au Delaware ait un effet significatif sur la richesse des actionnaires, il n'en reste pas moins que cet État a su attirer une part très importante des sociétés américaines, ce qui n'aurait pu se faire avec l'opposition des actionnaires. Ce mouvement ne semble pas avoir provoqué de problèmes majeurs en termes de gouvernance ou de comportement des dirigeants. Dans un cadre de concurrence réglementaire, le Delaware a donc réussi à développer un corpus légal qui apparaît comme optimal à une majorité de sociétés. Plusieurs dispositions ont été copiées par d'autres États et le Delaware semble donc contribuer à une amélioration du régime du droit des sociétés aux États-Unis. Ce constat est la pierre angulaire de l'argumentation développée par Romano (2002) dans le domaine du droit des valeurs mobilières. Ce modèle suscite cependant des critiques.

4.2.3 Les critiques de la concurrence réglementaire en droit des sociétés.

Les arguments et résultats des chercheurs qui démontrent les avantages de la concurrence réglementaire dans le domaine du droit des sociétés ne font pas l'unanimité. Bebchuk et Ferrell (1999), Bebchuk *et al.* (2002) et Bebchuk et Cohen (2002), présentent diverses critiques de cette proposition. Certaines critiques sont axées vers une course aux minima, (du point de vue des actionnaires) puisque les États seraient en compétition pour protéger le mieux possible les dirigeants des prises de contrôle qui pourraient les discipliner. Toutefois, pour Bebchuk et Cohen (2002) ou Kamar (1998), la situation américaine n'en est plus une de concurrence, mais de monopole des nouvelles incorporations, où le corpus juridique et l'expertise en droit des sociétés constituent une barrière à l'entrée.

En dépit des critiques, Bebchuk reconnaît que la concurrence réglementaire peut produire des effets bénéfiques. Toutefois, dans le domaine particulier de la protection contre les prises de contrôle, les effets seraient négatifs.

4.3 Concurrence dans le domaine comptable

La notion de concurrence réglementaire est également étudiée et mise de l'avant dans le domaine de l'établissement des normes comptables[86]. Sunder (2001) propose et montre que : *a competitive regulatory regime for accounting standards, within and across national jurisdictions, that allows individual firms to choose from a set of accounting standards, is more efficient*. Les arguments sont développés par Dye et Sunder (2001).

[86] Le cas de la concurrence réglementaire dans le domaine de la vérification est analysé par Dunmore et Falk (2003).

Pour Sunder (2001), la délégation par la SEC du pouvoir exclusif d'établir les normes comptables a créé un monopole réglementaire, le FASB, qui a fait l'objet de critiques sévères en raison de son incapacité ou de sa lenteur à établir des règles solides dans divers domaines clés.

La comptabilisation de l'inflation, des coûts d'exploration dans le secteur pétrolier, les régimes de retraite et la rémunération des employés sur la base des capitaux propres sont autant d'exemples du manque d'efficacité du FASB. Il faudrait ajouter à cette liste le problème de la constatation des produits, pour lequel la SEC a utilisé son pouvoir d'intervention et imposé le *Statement of Accounting Board* 101 (SAB 101), ainsi que celui des entités à vocations spéciales (*Special Purpose Entities*). Ces entités ont proliféré depuis le début des années 1980. Le problème était cependant évident depuis les années 1970, et le comité des problèmes nouveaux du FASB (*Emerging Issues Task Force*) était chargé du dossier depuis la fin des années 80. Comme le montre Jensen (2002)[87], la quasi-totalité des membres de l'EITF provenaient du secteur financier ou de très grandes entreprises et étaient associés aux principaux bénéficiaires et utilisateurs des SPE. La première intervention du FASB mentionnant les SPE est survenue en 1996 (FAS 125), mais ce n'est qu'à la suite de l'affaire Enron, où l'utilisation des SPE a joué un rôle clé, que le FASB a émis des directives complètes et précises. Dès 1997, des dirigeants de grandes entreprises américaines demandaient d'ailleurs une révision en profondeur du FASB, voire sa disparition[88].

Tout en affirmant que le système américain reste le meilleur au monde, le responsable de la comptabilité de la SEC, Robert K. Herdman[89], demande au FASB de traiter les trois problèmes suivants :

- *The current standard – setting process is too cumbersome and slow;*
- *Much of the recent FASB guidance is rule-based and focused on a check-the-box mentality that inhibits transparency;*
- *Much of the recent FASB guidance is too complex.*

Les critiques adressées au FASB découlent vraisemblablement en grande partie de son statut de monopole réglementaire, qui a les conséquences suivantes :

- Dans un univers extrêmement complexe, il devient impossible d'étudier les effets de normes différentes. Seul un régime compétitif le permet;

---

[87] Voir *Jensen, B., What's Right and What's Wrong with SPE*, site Web, documents et articles associés, à *http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm*

[88] *Corporate America is fed up with FASB, Business Week*, April 21, 1997.

[89] Herdman, R.K. *Testimony concerning the role of the SEC and the FASB in Establishing GAAP*, May 14, 2002.

- Un monopole réglementaire devient facilement l'objet de pressions importantes de la part de divers groupes lors des décisions importantes;

- Un monopole réglementaire est incapable d'utiliser le critère de la réduction du coût du capital pour établir ou modifier des règles et standards. Pour Sunder (2002), comme pour de nombreux autres auteurs, l'objectif ultime du processus de normalisation comptable, (comme d'ailleurs celui du processus de réglementation du marché des valeurs mobilières) devrait être la réduction du coût du capital. Des états financiers de bonne qualité et un processus de divulgation efficace augmentent la qualité de l'information disponible pour les investisseurs, réduisent l'asymétrie et diminuent le taux requis par les investisseurs, qui est également le coût des fonds propres. L'entreprise qui bénéficie d'un coût du capital inférieur dispose d'un avantage concurrentiel important. Socialement, ce critère est supérieur à celui de la maximisation de la richesse des actionnaires (ou de la valeur des actions) puisque ses avantages se distribuent à plusieurs catégories d'agents impliqués dans l'entreprise.

Sunder (2001) observe qu'aux États-Unis, les lois des sociétés ont pu s'améliorer en raison de la concurrence entre les États. Le fonctionnement des Bourses a bénéficié de la concurrence entre le NYSE, le NASDAQ et les autres organisations d'échange, dont les réseaux électroniques d'échange. En revanche, rien n'a permis la concurrence au niveau de l'établissement des normes. De plus, les États-Unis se sont protégés de toute concurrence étrangère en refusant d'inscrire en Bourse des entreprises étrangères utilisant d'autres normes que les US GAAP.

Les arguments ne manquent pas pour s'opposer à la concurrence en termes de réglementation comptable. Ces arguments sont d'ailleurs les mêmes que ceux mis de l'avant par les promoteurs d'un monopole réglementaire canadien dans le domaine des valeurs mobilières. Il s'agit de la course aux minima, de l'abandon d'un système optimal et uniforme, et des difficultés et coûts de la mise en œuvre.

L'argument de la course aux minima est opposé à toute proposition de concurrence réglementaire. En termes de normes comptables, il semble établi que la divulgation d'une information plus abondante se traduit par une baisse du coût du capital pour les entreprises peu suivies par les analystes (Botosan, 1997, Schrand et Verrecchia, 2002) comme pour les grandes entreprises (Botosan et Plumlee, 2001, O'Hara et Easley, 2001).

Les entreprises qui désirent réduire leur coût en capital devront donc utiliser des systèmes comptables de bonne qualité. Dans un système ouvert à la concurrence, les entreprises n'utilisent pas forcément le modèle existant qui, dans le cas particulier des normes comptables, est considéré comme le meilleur au monde. Toutefois, les récents scandales boursiers tout autant que les travaux universitaires ne permettent pas de

défendre cette opinion souvent émise aux États-Unis[90]. Par exemple, Leuz (2001) n'observe aucune différence significative entre les niveaux de divers indicateurs liés au coût du capital pour un ensemble d'entreprises qui choisissent les normes IAS ou GAAP en Allemagne. Il conclut que: *the choice between IAS and GAAP is of secondary importance.*

Finalement, Sunder (2001) envisage la dimension pratique de l'implantation de la concurrence entre les normes IAS et GAAP aux États-Unis. La responsabilité de la supervision des divers organismes de normalisation comptable pourrait être dévolue à l'IOSCO et le rôle de la SEC dans l'examen des divers documents soumis par les entreprises serait inchangé. Une analyse de même type est proposée par Dunmore et Falk (2003) dans le secteur de la réglementation de la vérification. Il défend que la concurrence en ce domaine soit un substitut efficace à la réglementation gouvernementale, qui offrirait un moyen fiable aux vérificateurs de signaler la qualité de leurs services.

4.4 La concurrence réglementaire et le secteur des valeurs mobilières

4.4.1 Principes généraux

Dans le secteur soumis à des changements rapides des valeurs mobilières, la rapidité d'adaptation des lois et règlements ainsi que la détection rapide des problèmes et tendances sont essentielles. L'objectif premier d'un marché d'actions étant de fournir aux entreprises émettrices du capital au plus bas coût possible, il convient de faire correspondre la réglementation aux besoins des investisseurs. La question est donc de savoir si le système de concurrence permettra d'atteindre ce double objectif plus efficacement que celui du monopole réglementaire. Par ailleurs, en raison de la concurrence internationale, il importe de définir un système de réglementation attrayant pour les sociétés locales et étrangères, sous peine de perdre une part du marché du financement. Selon Choi et Guzman (1998) et Romano (1993, 1998, 2001, 2002), la concurrence est préférable pour atteindre cet objectif. Les formes de concurrence réglementaires proposées et, en pratique, les formes de concurrence existantes sont de deux types, qui sont, comme le souligne Tung (2002), très souvent confondues. La forme proposée par Romano, et qui prévaut en droit des sociétés aux États-Unis, est la concurrence réglementaire directe. Choi et Guzman (1998) proposent un modèle du type utilisé en Europe, dit de réciprocité transférable. Le système canadien, pour le moment, ne relève d'aucun de ces modèles, même si certaines formes de concurrences en termes de dispositions sont observables. Tung analyse les différences entre la concurrence directe et le passeport et en montre les différences très importantes en termes d'effets et de politiques.

---

[90] Voir Herdman, id. ed.

Le principal argument de Romano (2002) est le succès de la concurrence réglementaire dans le domaine du droit des sociétés aux États-Unis. Dans la mesure où ce système a permis de développer un cadre juridique optimal, il devrait en être de même pour les valeurs mobilières. Le modèle proposé par Romano est une transposition de la situation qui prévaut en termes de droit des sociétés. Nous avons toutefois montré que, pour plusieurs auteurs, le succès de cette concurrence dans le domaine du droit était contestable.

Les émetteurs choisissent la juridiction, c'est-à-dire le lieu où ils déposeront leur prospectus et demanderont l'inscription (la réglementation fédérale devenant optionnelle) et les autres juridictions reconnaissent les lois et règlements de l'État ou de la province d'inscription[91].

Le choix du lieu, et donc du régime de réglementation, est clairement divulgué aux investisseurs, notamment par les courtiers lors de la vente des titres. Le régime choisi par l'entreprise peut ensuite être modifié avec l'approbation des actionnaires.[92] Romano (2002, p. 115) reconnaît que ce système peut conduire à des traitements différents de situations semblables pour les investisseurs[93]. Toutefois, l'application de la doctrine dite *internal affairs*, déjà appliquée en droit des sociétés, permettrait de résoudre ce problème. Cette doctrine renvoie à la juridiction d'origine toutes les causes relatives à la société qui y est inscrite. Romano recommande que l'État d'inscription diffère de celui où l'entreprise mène ses activités principales pour permettre à la concurrence de jouer pleinement.

L'approche de réciprocité transférable (*portable reciprocity*) de Choi et Guzman (1998) est une extension de la notion d'accord de reconnaissance bilatéral. Dans le système classique, deux pays s'entendent pour que l'entité qui satisfait aux exigences dans la juridiction d'origine puisse opérer dans le pays hôte. C'est le principe utilisé entre le Canada et les États-Unis dans le cadre du *Multijurisdictional Disclosure System* (MJDS). L'approche de la réciprocité transférable étend cette approche à une situation où interviennent plusieurs juridictions, et où l'émetteur a le droit de choisir l'entité réglementaire de base. L'approbation de cette entité sera reconnue par les autres juridictions, mais la juridiction principale doit être révélée aux investisseurs (dans le cas des émissions de titres). Bien qu'assez semblable à l'approche de Romano (2002), la réciprocité a des implications et des exigences de mise en oeuvre bien différentes. En particulier, et le cas de la CE en est une illustration claire, cette approche de la concurrence réglementaire ne peut fonctionner que si les diverses

---

[91] L'analyse de Romano (2002) porte principalement sur les notions de divulgation, ce qui laisse dans l'ombre des volets importants de la réglementation des valeurs mobilières, notamment en ce qui concerne les intermédiaires.

[92] L'extension internationale du modèle de Romano ne sera pas discutée ici. Voir Tung (2003), ou Ferrarini (2002).

[93] Nous avons observé (section 3.4) que cette situation prévaut actuellement dans le cadre de l'application, hétérogène suivant les cours américaines, des dispositions du PSLRA.

juridictions s'entendent sur des normes minimales. Dans le cas contraire, les juridictions auront recours à diverses techniques pour bloquer l'accès à leur marché.

Les avantages de ce type d'approche à la réglementation sont la rapidité de réaction et surtout les limites à la surréglementation, qui, de l'avis de certains intervenants partisans de l'allègement réglementaire, semble être une tendance des autorités du domaine[94]. Or, la surréglementation est particulièrement pénalisante dans le secteur des valeurs mobilières, en raison de la mobilité du capital. Les lois et règlements élaborés dans un contexte de concurrence tiennent davantage compte des besoins réels des intervenants. La concurrence réglementaire conduisant à une approche *bottom-up* qui peut être préférable à l'approche classique (*top-down*), qui semble conduire à la surréglementation. En effet, la concurrence réglementaire permet de générer un effet de rétroaction qui autorise la révélation des préférences des agents : ces préférences se traduisent par un flux d'émetteurs vers les régimes préférés. Romano (2001, 2002), mais aussi Fox (2001), Choi (2001) ou Jackson (2001), défendent les avantages d'une concurrence réglementaire en termes de valeurs mobilières. L'importance de l'argument de surréglementation mérite qu'on lui consacre une section particulière.

4.4.2 La surréglementation, notamment en matière de divulgation

Un organisme de réglementation unique peut imposer des exigences de divulgation sans intérêt pour les investisseurs. Cet argument repose sur deux constats. En premier lieu, en l'absence de réglementation, les entreprises divulgueraient quand même une information qui serait, dans de nombreux cas, attestée par une entité indépendante. La modélisation de ce comportement a donné lieu à un très vaste ensemble de travaux, dont Verrecchia (2001) propose une synthèse partielle. La divulgation aurait pour effet d'accroître la liquidité et de réduire l'asymétrie informationnelle, ce qui permet une réduction du coût du capital. De plus, l'imposition d'une réglementation de la divulgation pourrait produire des externalités positives. Le bénéfice de la divulgation des entreprises aurait globalement des effets positifs supérieurs aux effets sur chacune des entreprises en permettant un marché des actions plus efficace, plus liquide et moins volatil. Toutefois, la réglementation de la divulgation a également des coûts et les bénéfices nets des exigences de divulgation n'ont pas été prouvés par les différentes études analytiques (Admati et Pfeiderer, 2000). L'intervention d'un organisme de réglementation en ce domaine provient du postulat que la quantité et la qualité de l'information qui serait disponible dans un tel cas ne seraient pas optimales. L'organisme de réglementation a donc généralement cherché à augmenter la quantité et le niveau de détail des informations divulguées, conduisant parfois à restreindre la divulgation de certains éléments d'informations jugés potentiellement nuisibles comme les prévisions de la direction.

---

[94] Pour une analyse de la lourdeur du fardeau réglementaire des valeurs mobilières au Canada, voir BCSC, 2002, "Making Securities Regulation Work for BC's New Economy", December.

La recherche empirique dans le champ de la comptabilité a effectivement mis en évidence l'absence d'effets de plusieurs exigences de la SEC en termes de divulgation. Comme l'indique Verrecchia (2001), il est presque impossible de mettre en évidence les effets positifs ou négatifs des exigences supplémentaires en termes de divulgation sur le marché américain. Bushee et Leuz (2002) montrent que le fait d'imposer des exigences de divulgation aux entreprises dont les titres sont échangés au comptoir a eu des effets positifs sur les prix et sur la liquidité de ces titres, effets dont n'ont pas profité les entreprises qui ne se sont pas soumises à cette exigence[95]. L'imposition de ces règles aurait donc eu des externalités positives, mais l'étude montre que 74 % des entreprises soumises à cette nouvelle obligation ont préféré quitter l'OTCBB pour le marché connu sous le terme de *Pink Sheet* du *National Quotation Bureau*[96], ce qui indique qu'elles ont jugé le coût de conformité plus élevé que la perte occasionnée par leur transfert à un marché moins liquide et transparent. Cette étude met en évidence les effets positifs et négatifs d'une nouvelle exigence réglementaire. En effet, si la divulgation et la liquidité ont augmenté pour un tiers environ des entreprises visées, elles ont diminué pour les deux tiers des titres.

Lo (2000) étudie les conséquences économiques du changement imposé en 1992 par la SEC pour exiger la divulgation de la rémunération des dirigeants. L'objectif de la SEC était d'améliorer la gouvernance en imposant la divulgation des modes et montants de la rémunération des dirigeants. Lo distingue les entreprises qui se sont opposées au changement de celles qui n'ont pas entrepris de lobbying. Les premières avaient des niveaux de rémunération anormalement élevés, et ont vu leur taux de rendement comptable augmenter de façon significative après l'adoption des nouvelles normes. Les performances des entreprises qui ne se sont pas opposées au changement réglementaire sont demeurées inchangées. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse voulant que l'augmentation de la divulgation provoque une réduction des problèmes d'agence et une amélioration de la gouvernance parmi les entreprises où celle-ci était relativement faible.

Les effets de la réglementation *Fair Disclosure* (FD), qui imposait aux entreprises de divulguer la même information aux analystes et à l'ensemble des investisseurs ont été étudiés par Straser (2002), Bushee *et al.* (2002) et Eleswarapu *et al.* (2003) qui ont obtenu des résultats disparates quant aux effets de cette exigence supplémentaire sur la quantité et la qualité de l'information diffusée par les entreprises. Les études analytiques et empiriques semblent donc mettre en évidence la difficulté inhérente à la détermination du niveau optimal de réglementation en termes de divulgation.

---

[95] Avant 1999, les entreprises dont l'actif ne dépassait pas 10 millions de dollars, qui comptaient moins de 500 actionnaires, et dont les titres étaient échangés sur le marché hors Bourse (*OTC Bulletin Board*) n'étaient pas tenues de déposer les documents requis par la SEC pour les autres catégories d'émetteurs. La modification apportée par la SEC en 1999-2000 a le même effet pour ces entreprises que l'adoption du *Security Exchange Act* de 1934 pour les grandes entreprises.

[96] Ce marché peu liquide et peu transparent en termes de prix est accessible à l'adresse suivante : http://www.nqb.com/.

4.4.3 Illustrations de concurrence réglementaire dans le domaine des valeurs mobilières

Les illustrations de la concurrence réglementaire sont moins nombreuses que celles disponibles dans d'autres domaines, en raison de la prédominance des modèles américains et britanniques. Perry (1994) présente le développement du marché des Euro-obligations comme un exemple réussi de concurrence vis à vis du marché américain, en raison de coûts de réglementation moins lourds. Plusieurs auteurs attribuent en effet les coûts d'emprunt moins élevés sur ce marché à un NRB plus proche de zéro que ne l'est celui du marché américain. Comme le précise Niemeyer (2001), la réglementation des valeurs mobilières peut être influencée par des groupes de pression :

> *The regulator has to have the ability and the motive to impose adequate regulation. It is not obvious that a given regulatory body fulfills both of these requirements. Ability here refers to both the information available to the regulator and the enforceability of the regulation. For all rules and regulations, especially non-government regulation, it is important to scrutinize the motives of the regulator. Weak and diffuse groups, such as consumers and retail investors, often have difficulties in influencing regulatory solutions. Furthermore, strong interest groups are more likely to affect the regulatory solution for specific regulations, like securities regulation, than for more general forms of legislation and regulation. Conflicts of interest may therefore be important in securities regulation. In some cases, these conflicts may result in inappropriate regulation and therefore a non-regulated situation may be superior.*

Il existe en effet des facteurs, autres que la réglementation, qui guident les choix des émetteurs et des investisseurs. La liquidité est l'un de ces facteurs[97].

En Europe, plusieurs auteurs s'entendent sur le fait que l'on assiste à une course au sommet. En effet, Choi et Guzman (1998) mentionnent: *European firms often choose to comply with the disclosure requirements of British securities laws even though it would be permissible to comply with the weaker requirements of their home countries.* De plus, selon Romano (1998), *in addition, European firms listing in London typically comply with the higher United Kingdom disclosure requirements rather than with the lower ones of their home countries, although they need not comply with U.K. rules under the European Community disclosure directives.*

En raison de la structure de sa réglementation, le Canada se trouve depuis des années dans un système de concurrence réglementaire imparfaite. Les diverses juridictions peuvent élaborer des réglementations différentes, mais les émetteurs et intermédiaires demeurent soumis à la juridiction des provinces où ils opèrent ou offrent des valeurs.

---

[97] Les différents facteurs de concurrence entre les marchés, autres que la réglementation, sont analysés dans la section 6, consacrée à l'évolution du marché canadien.

Il n'existe pas d'accords de reconnaissance mutuelle, comme dans le cas de la CE, ni de transfert de la réglementation de l'État d'incorporation comme dans le cas de la loi des sociétés aux États-Unis.

Toutefois, en dépit de son caractère partiel, la concurrence réglementaire en termes de valeurs mobilières au Canada a attiré l'attention de plusieurs chercheurs. Pour Daniels (1992, p.94-96), *a dramatic shift in power to the federal government is not unequivocally desirable from a functional perspective, nor practically feasible from a political perspective*. Daniels énonce les avantages de la concurrence réglementaire qui a permis des réglementations provinciales *extremely sensitive to the rapidly evolving needs of investors, issuers and registrants*. En particulier, on observe que cette structure a permis la création de marchés régionaux distincts et un *enviable record of innovation and experimentation in regulatory products*.

Sans en faire un catalogue exhaustif, il est possible d'illustrer les effets de la concurrence au Canada par plusieurs exemples. La création de programmes tels de que JCP (devenues Sociétés de capital de démarrage au Québec) ou le Régime d'épargne-actions, décrits dans la partie précédente, sont des exemples d'innovation qui ont été menées dans une province et ont été copiées dans les autres. Le fait que certaines entreprises de ces autres provinces se soient déplacées en Alberta pour profiter du programme JCP a vraisemblablement aidé à son adoption hors de l'Alberta. Le cas des frais de courtage négociés, initiés au Québec et acceptés ensuite par les autres provinces est un autre exemple d'effet positif de la concurrence. Cependant, les initiatives provinciales en termes de valeurs mobilières sont souvent occultées dans les écrits postérieurs, ce qui limite leur visibilité et sous-estime les effets de la concurrence réglementaire au Canada. Par exemple, le Fraser Institute[98] attribue la création des fonds de travailleur à une initiative du gouvernement fédéral en 1987, alors que le Fonds des travailleurs du Québec a été créé en juin 1983 à l'issue d'une initiative du gouvernement du Québec. De la même façon, Todd (1983), dans son analyse de l'évolution vers des frais de courtage négociés en Ontario, ne mentionne pas le fait que le mouvement a été initié au Québec.

Comme le souligne Roy (1985, p. 57), la concurrence réglementaire a également joué dans le domaine de la propriété des firmes de courtage. Il écrit : « Dès le début des années 1970, l'Ontario a limité à un maximum global de 25 % et à un plafond individuel de 10 % le taux de participation par des non-résidents (du Canada) dans la propriété des firmes de courtage inscrites auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Les organismes autoréglementés ont suivi le mouvement amorcé par l'Ontario et ont incorporé à leur réglementation interne des normes similaires pour leurs membres. À l'opposé, suite aux rapports Parizeau, Bouchard et Tetley, le Québec adoptait une politique de la porte ouverte vis-à-vis des investissements étrangers dans ce secteur, préférant assurer un contrôle local

[98] http://oldfraser.lexi.net/publications/forum/2000/07/section_04.html.

minimal des intervenants. La Commission des valeurs mobilières du Québec a appuyé cette politique en renversant des décisions de la Bourse de Montréal préjudiciables à des investisseurs étrangers ou en interdisant toute restriction de cette nature relativement aux firmes de courtage publiques inscrites au Québec. »

Enfin, la concurrence et l'existence de juridictions multiples joue également dans le cas de l'adoption de certaines résolutions. Le cas Candeal Inc. en est une illustration. Candeal est un système de négociation parallèle spécialisé dans les titres à revenus fixes pour les investisseurs institutionnels. Candeal Inc. est détenue majoritairement par six courtiers (filiales des grandes banques) qui occupent ensemble une position dominante sur le marché canadien des titres à revenus fixes et deux partenaires technologiques. En juillet 2002, le Groupe TSX Inc. prend une participation de 40 % dans Candeal[99], via sa division Marchés boursiers TSX. Compte tenu de la structure fortement concentrée du marché canadien des valeurs, la question de la concurrence méritait alors d'être soulevée.

Candeal Inc. a demandé sa reconnaissance comme SNP et la CVMQ l'a inscrit comme courtier. Dans sa décision, la CVMQ, mentionne explicitement qu'elle n'entend pas soustraire Candeal Inc. du champ d'application des lois applicables en matière de concurrence. Par opposition, la décision ontarienne ne fait aucune référence à cette notion[100].

4.4.4 Les critiques de la concurrence réglementaire en termes de valeurs mobilières

Les principaux arguments opposés à la concurrence réglementaire sont les externalités en termes d'information (Fox, 2001), la course aux minima, l'instabilité et l'absence d'harmonisation. Par exemple, Cox (1999) prévoit que si les émetteurs ont la possibilité de choisir leur juridiction d'émission, ils choisiront celle qui est la moins exigeante. La concurrence réglementaire conduirait alors à un déplacement vers les juridictions les moins strictes. Toutefois, l'attrait des marchés les plus fortement réglementés pour les émetteurs étrangers semble difficile à réconcilier avec cette prévision. D'autres arguments peuvent également être avancés, dont la difficulté pour les investisseurs de poursuivre les émetteurs et intermédiaires au niveau international. Nous analyserons ici les arguments qui n'ont pas été évoqués précédemment.

---

[99] http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=6110.

[100] Les décisions québécoises et ontariennes sont respectivement disponibles aux adresses suivantes : http://www.cvmq.com/Upload/bulletin/v33n27.pdf et http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Orders/2002/ord_20020719_215_candeal.htm.

L'instabilité

Breton (2000) cite le cas des valeurs mobilières au Canada comme un exemple de non-convergence vers un optimum. Pour Breton, cette situation découle de l'instabilité dynamique que provoque la concurrence. Les changements dans une juridiction provoqueraient des modifications plus importantes dans les juridictions concurrentes, ce qui amènerait une nouvelle réaction. Il nous semble que deux autres explications méritent d'être retenues, dans ce cas précis. La concurrence réglementaire ne peut conduire à une harmonisation au sommet que si les agents (émetteurs et investisseurs) ont des fonctions d'utilité semblables. Or, les besoins d'information et la propension au risque des investisseurs albertains intéressés par les titres juniors d'exploration gazière sont vraisemblablement fort différents de ceux de l'investisseur institutionnel qui détient une position importante dans les actions de banques ou de compagnies d'assurances en Ontario. Par ailleurs, le système canadien n'est pas un système de concurrence réglementaire pur, puisque la réglementation de la province d'origine n'est valable que dans cette province. Les organismes provinciaux conservent donc un pouvoir de monopole local.

Breton examine trois avenues pour sortir des situations de blocages. Les deux premières détruisent le mécanisme de concurrence et *whether they have worse effects than some types of instability is surely a possibility* (p. 12). Les méthodes sont la centralisation ou l'imposition de normes uniformes. À ces avenues de *strong harmonization*, Breton préfère celle qu'il nomme *weak harmonization*. Le contrôle de l'instabilité peut se faire en préservant la concurrence réglementaire et en instaurant des mécanismes clairs de résolution des conflits. C'est l'avenue que semble avoir choisi la Communauté européenne.

L'absence d'harmonisation

La concurrence réglementaire est souvent vue comme une situation incompatible avec l'harmonisation, ce que Tung (2002) conteste pour plusieurs raisons. En premier lieu, une harmonisation minimale est requise pour qu'existent certaines formes de concurrence réglementaire telle que la réciprocité transférable qui sous-tend le passeport européen.

En second lieu, dans les cas de concurrence réglementaire directe, la loi de la juridiction d'origine s'applique dans la juridiction hôte. Il doit donc y avoir une entente minimale entre les organismes de réglementation.

Dans la Communauté européenne (CE), la concurrence réglementaire est vue comme un moyen d'harmoniser la réglementation en partant des besoins des agents, par opposition à l'harmonisation imposée (approche *top down*), jugée irréaliste. En principe, la concurrence devrait provoquer une tendance vers l'harmonisation dans la mesure où les agents économiques ont des préoccupations semblables. Toutefois, il

existe plusieurs exemples où le mécanisme ne fonctionne pas. Dans le domaine du droit des sociétés aux États-Unis, il semble que le système ait conduit à une situation de quasi-monopole d'un État qui a pu construire un avantage comparatif important. Choi et Guzman (1998) reconnaissent d'ailleurs que le modèle de concurrence réglementaire ne conduira pas forcément à une uniformité réglementaire. Ils admettent que les besoins de réglementation diffèrent suivant les investisseurs et défendent que le modèle de réciprocité transférable permet de faire coexister des régimes réglementaires différents, éliminant ainsi les coûts induits par l'imposition d'une réglementation uniforme à des émetteurs et investisseurs très différents. La question devient alors la suivante : dans une communauté très diversifiée, doit-on envisager un ou plusieurs régimes réglementaires? Sur ce point, et plus globalement sur l'expérience de la réglementation d'une confédération hétérogène, l'expérience européenne mérite une analyse approfondie.

4.5 La situation européenne

La construction de l'Europe commune est riche d'enseignements, puisque la Communauté s'est vue confrontée à la nécessité d'analyser et de réformer la réglementation des valeurs mobilières dans un ensemble de 15 pays. Comme l'écrivent Jackson et Pan (2001), *the European Union currently provides a regulatory structure analogous to what proponents of issuer choice advocate for the United States. Thus, Europe presents a natural laboratory for testing theoretical disputes arising out of the regulatory competition literature*. De nombreux travaux et rapports ont été produits et peuvent être utilisés pour mettre en perspective la situation canadienne et surtout pour analyser, en situation réelle, la notion de concurrence réglementaire dans le domaine financier.

En effet, Jackson et Pan écrivent également:

> *The notion that the legal structure of the European Union might present a venue of regulatory competition has been recognized for some time now. In fact, the principle of mutual recognition has been associated with regulatory competition since its inception. Mutual recognition, as envisioned by the European Commission in its 1985 White Papers and applied in the Listing Particulars directive (1980) and Public Offers Directive (1989), was meant to generate a "competition among rules" and force regulatory harmonization among the member states. Several commentators predicted in the early 1990s that the passport concept could force all member states to lower regulatory protections to the minimum standards of the directives (a race to the bottom)*[27] *while others speculated that member states might converge on some other standard (potentially a race to the top).*

Steil (2002) exprime le souhait que la concurrence entre les réglementations permette l'élaboration d'un réel espace financier européen. Pourtant, le Rapport Lamfalussy[101] (2001, p.13) dresse un constat étrangement semblable à celui dressé au Canada par Mackay : « Le Comité relève un constat presque unanime selon lequel le cadre réglementaire actuel de l'Union européenne est trop lent, trop rigide, trop complexe et mal adapté au rythme des changements survenant sur les marchés financiers mondiaux. Presque tout le monde admet par ailleurs que les règles et réglementations en vigueur sont appliquées de manière variable avec pour conséquence des incohérences dans le traitement du même type d'activités d'un État membre à l'autre, ce qui compromet la neutralité compétitive de la surveillance ». Les situations sont cependant très différentes. Le Canada dispose déjà d'un cadre réglementaire très largement harmonisé, ce qui n'est pas le cas de l'Europe.

Les démarches actuelles suite au rapport Lamfalussy, la révision de la DSI 93, les nouvelles directives sur les prospectus et le PASF constituent les différents moyens mis en œuvre par la CE pour pallier aux dysfonctionnements du système de reconnaissance mutuelle institué en 1993. Ce système est l'une des composantes de la concurrence réglementaire suivant le modèle européen.

4.5.1 Des situations différentes

La situation européenne diffère cependant sensiblement de celle qui prévaut au Canada. La structure de marché, axée sur la bancarisation du financement en Europe, s'oppose à une structure de marché beaucoup plus désintermédiée au Canada, où les marchés de capitaux jouent un rôle plus important dans le financement des entreprises, vraisemblablement en raison de la proximité des États-Unis[102]. La diversité des structures de réglementation, des systèmes légaux, des traditions et des langues est très forte en Europe.

Gros et Lannoo (2000) décrivent les différences très importantes qui existent en termes de fiscalité, normes comptables et pratiques de gouvernance. Ils observent, en particulier, (p.113) que *the harmonization of accounting standards has not gone sufficiently far, and consequently mutual recognition does not work.*

Warren (1990) décrit de la façon suivante la situation qui prévalait au début des années 90 : *European securities regulation has been described as "virtually non-existent outside the United Kingdom." Although company law is fairly well-developed in the various jurisdictions, European stock exchanges have been self regulating,*

---

[101] Commission Européenne, *Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières* (Rapport Lamfalussy), 2001, http://www.paris-europlace.net/links/doc012748_fr.htm.

[102] Selon Miville M. et A. Bernier (1999, p.4), « le marché des obligations au Canada », revue de la Banque du Canada. En Europe, le marché des obligations sert davantage à financer les opérations de gros des grandes institutions financières.

with little or no direct oversight by national governments. Most European states have not mandated full disclosure systems for the distribution and trading of securities" nor have they prohibited insider trading" or other manipulative practices generally proscribed by United States securities laws for most of the 20th century. (..) Furthermore, most European states have lacked governmental "competent authorities" or regulatory bodies to administer those regulations that were in force or to supervise self-regulatory organizations in the securities industry. Warren admet que les efforts entrepris dans le cadre de l'établissement du marché unique en 1992 ont amené une évolution rapide vers l'adoption de standards plus élevés et plus cohérents, mais d'importantes différences subsistent dix ans plus tard. Dans son sommaire des réponses apportées par les États membres à un ensemble de questions relatives au traitement des prospectus, le CESR (2002) met en évidence des divergences très importantes entre les pays de la communauté.

Ces différences touchent les organismes responsables (Bourses, commissions, banques dans certains cas), leurs pouvoirs d'inspection, de suspension des offres ou des transactions ou simplement l'autorité statutaire en termes d'approbation des prospectus. Les lois ne définissent pas l'offre publique ni parfois les responsabilités des autorités compétentes dans plusieurs pays. L'analyse des prospectus est menée de façon fort diverse selon les pays. Le Rapport Lamfalussy rapporte également l'absence d'une réglementation européenne précise sur un grand nombre de points (comme les prospectus, les garanties transfrontalières, les abus de marché, les services d'investissements), ainsi que les différences entre les systèmes juridiques et les systèmes d'imposition.

Enfin, le niveau de coopération au niveau européen était extrêmement limité et la constatation de cette situation a mené à la création, en 1998, du FESCO (*Forum of European Securities Commissions*) (Lannoo, 2001). Par ailleurs, il n'existe pas de principes directeurs communément admis qui régiraient la législation sur les services financiers (Rapport Lamfalussy).

Les défis auxquels l'Europe est confrontée sont donc d'une autre envergure que ceux auxquels fait face le Canada. Toutefois, les analyses et expériences européennes peuvent alimenter notre réflexion et seront rapportées ici sous trois aspects. Nous étudierons en premier lieu la directive sur les services d'investissement (DSI 93), puis sa mise à jour et enfin les principales recommandations du rapport Lamfalussy ainsi que les réactions qu'elles ont provoqué.

4.5.2 Concurrence et harmonisation

Pour Ferrarini (2002, p. 5), *European Securities regulation is the result of an initial attempt at substantially comprehensive harmonisation, which was soon converted into a plan of minimum harmonisation and mutual recognition. As a result, some*

regulatory competition between the Member States is allowed, also in compliance with the subsidiarity principle.[103]

La concurrence réglementaire en termes de valeurs mobilières existe actuellement en Europe, et ce marché constitue donc un laboratoire privilégié pour l'analyse des effets de cette concurrence. Toutefois, cette concurrence est modulée par l'adoption de standards minima, qui constituent un plancher qui permet, en principe, la reconnaissance mutuelle. Toutefois, ce système n'a pas fonctionné correctement : peu d'émetteurs ont effectivement utilisé la reconnaissance mutuelle (le passeport) et des exigences supplémentaires ont été régulièrement imposées au titre de l'intérêt général.

Par ailleurs, la lenteur des progrès vers un espace financier européen a amené la mise au point d'un plan d'action, la révision de la directive sur les services financiers et la création du Comité des sages (Comité Lamfalussy). Nous passerons rapidement en revue ces divers éléments, en les étudiant sous l'angle de la concurrence réglementaire.

4.5.3 La directive sur les services d'investissement (DSI 93)

La DSI, connue sous le terme de Directive sur le passeport européen, domine le paysage financier depuis son adoption en 1993 (Moloney, 2002, p. 355). Elle s'appuie sur les directives européennes relatives à l'exercice des activités et à la liberté d'établissement qui sont à la base du Traité Européen.

La stratégie globale de cette directive a été de libéraliser totalement le marché des services d'investissement en soumettant les fournisseurs de services à la seule autorité de leur pays d'origine. La DSI a donc permis la mise en place d'un véritable passeport qui permet à l'entreprise agréée par l'autorité de son pays d'origine d'offrir des services dans tous les pays de l'Union, sans autre autorisation. Le fournisseur de services demeure régi par les règles de son État d'origine. La DSI est une application du principe de la reconnaissance mutuelle développé par la Cour de justice européenne. Ce principe souffre d'exceptions, au titre de la protection de l'intérêt général (*General Good Justification*). Tison (2000) analyse les conditions d'exemptions sous lesquelles un pays peut avoir des exigences supplémentaires et

[103] L'analyse de la situation européenne ne peut se faire sans définir les notions de subsidiarité et de comitologie. L'UE repose sur le principe de subsidiarité: elle n'intervient que lorsqu'il est incontestable que l'action commune sera plus efficace qu'une action menée isolément par un ou deux pays. La comitologie est une méthode communautaire d'administration indirecte. D'après le traité instituant la Communauté Européenne, il revient normalement à la Commission d'exécuter la législation au niveau communautaire. Concrètement, chaque acte législatif précise l'étendue des compétences d'exécution ainsi attribuées à la Commission, ainsi que la façon dont elle doit les exercer. Il est fréquent qu'à cette occasion, il prévoit de faire assister la Commission par un comité, selon une procédure dite de comitologie. Voir : Glossaire-Bruxelles, Commission Européenne, 1999
http://europa.eu.int/scadplus/leg/fr/cig/g4000c.htm.

contrevenir ainsi au principe de reconnaissance mutuelle. Au niveau de l'ensemble des activités économiques (hors DSI), l'absence d'harmonisation est l'une des causes invoquées pour déroger au principe.

Cette situation prévaut également dans le cas des services financiers en dépit de l'existence de normes minimales d'harmonisation qui limitent en principe le recours à la notion de l'intérêt général. La DSI permet théoriquement une reconnaissance mutuelle parfaite. Toutefois, deux domaines demeurent problématiques et peuvent donner lieu à des exigences supplémentaires : il s'agit des règles de conduite, dont la supervision revient aux États où le service est rendu (Article 11, 2 DSI) et de la réglementation des produits financiers sous le régime de droit privé qui n'est pas couvert par le principe de reconnaissance mutuelle.

Pour faciliter l'utilisation du passeport, la seconde directive bancaire et la DSI prévoient une procédure de notification par laquelle une autorité de pays hôte notifie le fournisseur de services qui demande l'accès au marché des règles spécifiques requises selon le principe de l'intérêt général. Toutefois, la commission se penche sur le caractère obligatoire ou discrétionnaire du respect de ces règles supplémentaires et même sur la poursuite du système de notification.

La DSI ne vise pas l'harmonisation des lois, mais utilise l'approche de l'harmonisation minimale. L'analyse du comportement des émetteurs dans le cadre de la DSI a été menée par Jackson et Pan (2001). Ils concluent que ce sont les forces du marché qui ont déterminé la façon dont les entreprises ont procédé aux offres pan-européennes, et non les dispositions de la DSI.

Les entreprises n'ont pas utilisé le passeport, mais ont procédé à des *international-style offerings*, c'est-à-dire à des placements privés en dehors du pays d'origine où ils se sont conformés aux dispositions en place. Les règles qui régissent la divulgation dans ce contexte sont peu touchées par des dispositions réglementaires, mais davantage par des pratiques internationales calquées sur les normes américaines. Placés dans un système de concurrence, les émetteurs ont donc choisi de ne pas utiliser les standards moins élevés qui prévalent dans plusieurs pays de l'Union et se sont conformés à des normes et efforts de divulgation plus élevés que ne l'exigeait la réglementation en place[104]. On ne peut exclure cependant que l'utilisation quasi systématique des conditions d'intérêt général par plusieurs pays ait limité l'utilisation des dispositions de reconnaissance mutuelle.

[104] Ce comportement est cohérent avec l'argument de *race-toward-the-top*.

4.5.4 La révision de la DSI et le PASF

L'efficacité de la DSI[105] de 1993 a souffert d'une forte dilution du principe du « contrôle par le pays d'origine » en vertu duquel une entreprise peut opérer dans toute l'Union européenne sur la base d'une reconnaissance mutuelle car plusieurs dispositions de la DSI habilitent l'État d'accueil à intervenir pour des raisons d'intérêt général. L'article 11 de la directive permet aux autorités du pays d'accueil de faire appliquer les règles de conduite locales en sus de celles en vigueur dans le pays d'origine de l'entreprise.

Ce système peut s'avérer utile lorsqu'il s'agit de protéger les petits investisseurs, mais il est actuellement appliqué indistinctement aux transactions entre professionnels qui doivent supporter le poids de règles élaborées en vue de protéger les petits investisseurs. Par ailleurs, l'interprétation et la mise en œuvre de la DSI produisent souvent d'importantes variations d'un État membre à l'autre. Des obstacles importants à la concurrence ont été observés et, par exemple, l'usage du passeport par les émetteurs a été très limité.

La CE a donc élaboré un Plan d'action sur les services financiers (PASF, 1999), dont l'objectif principal est la plus grande intégration des marchés financiers européens, à horizon 2005, pour optimiser l'affectation des capitaux dans la Communauté. Le PASF comporte 43 mesures, dont, selon Durance (2002, p. 12), les principales sont les suivantes :

- L'intégration des marchés « de gros » à travers la reconnaissance mutuelle des prospectus, l'adoption d'une définition commune des investisseurs professionnels, l'utilisation des mêmes normes comptables, de normes minimales communes relatives aux OPA, et l'institution d'un marché unique pour les investisseurs institutionnels, basé sur le passeport européen et la reconnaissance mutuelle des fonds de retraite, assurance vie et OPCVM.

- L'ouverture des marchés de détail par la facilitation de la vente à distance de services financiers aux consommateurs au moyen de l'information et de l'application de la législation du pays du site vendeur.

- Le renforcement de la surveillance prudentielle par la définition d'un ratio commun de solvabilité des banques.

- L'autorisation du fonctionnement optimal du marché financier européen par la réduction des risques de distorsion fiscale sur les revenus de l'épargne.

---

[105] Les sections 4.5.4 et 4.5.5 sont largement inspirées du site de la Commission Européenne. http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/finances/mobil/2k-81.htm.

En février 2002, 25 mesures avaient été menées à bien, dont l'adoption de normes comptables uniformes (IAS devenues IFRS) à l'horizon 2005 pour les sociétés inscrites en Bourse et leurs filiales. Plusieurs autres sont toujours à l'étude, mais deux nouvelles mesures ont été adoptées depuis : la proposition sur les prospectus (novembre 2002), et celle sur les abus de marché (opérations d'initiés et manipulation de marché, octobre 2002). Le plan d'action impliquait donc la révision de la DSI, ainsi que la mise en place d'un modèle de prise de décision plus efficace et donc parfois plus contraignant pour les États membres. Cette analyse des structures décisionnelles a fait l'objet du rapport Lamfalussy. Comme l'indique Ferrarini (2002, p. 22), les deux démarches sont indissociables.

4.5.5 Révision de la DSI

La DSI 93 ne permettait plus de disposer d'un cadre régissant efficacement les opérations transfrontalières d'investissement dans l'Union européenne. Elle n'établissait pas de règles de base claires, à partir desquelles la concurrence entre systèmes de négociation (Bourses de valeurs et autres) et leur intégration pouvait avoir lieu. Ses principales carences sont les suivantes:

1) La DSI ne prévoit pas une harmonisation suffisante pour permettre la reconnaissance mutuelle effective des agréments délivrés aux entreprises d'investissement. En conséquence, l'efficacité du passeport qu'elle a introduit a été fortement amoindrie par l'exercice d'une surveillance double, voire multiple, sur les transactions transfrontalières;

2) Les disciplines qu'elle contient en matière de protection des investisseurs sont dépassées: Les règles de protection des investisseurs doivent être revues, afin d'obliger les entreprises d'investissement à faire activement usage des nouvelles opportunités de négociation, de façon à obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients;

3) La DSI ne couvre pas tout l'éventail des services offerts aux investisseurs (par exemple, le conseil en investissement ou les nouveaux canaux de distribution) ni de la négociation financière;

4) La directive ne permet pas d'apporter une réponse aux questions d'ordre réglementaire et concurrentiel soulevées par la concurrence entre les Bourses de valeurs et entre celles-ci et les nouvelles infrastructures d'exécution des ordres. La concurrence entre les différentes méthodes d'exécution des transactions constitue le principal défi réglementaire auquel soient confrontées les autorités de surveillance de l'Union Européenne. Les quelques dispositions de la DSI relatives aux marchés réglementés, étant excessivement limitées, ne fournissent pas un cadre réglementaire sain dans lequel lesdits marchés réglementés et les autres systèmes de négociation puissent se faire

concurrence pour l'attraction de liquidités, ni dans lequel les entreprises d'investissement puissent procéder à l'exécution d'ordres hors marché, lors d'une prestation d'autres services à leurs clients;

5) La DSI a retenu une approche optionnelle quant à la réglementation des structures de marché, créant ainsi un obstacle considérable à la création d'une infrastructure de négociation compétitive et intégrée. D'un État membre à l'autre, les méthodes d'exécution des ordres sont, en conséquence, très diverses. Des divergences aussi fondamentales dans la réglementation des structures de marché ont, par ricochet, entraîné des disparités au niveau des conventions nationales de négociation, des règles régissant le fonctionnement du marché, de la marge de concurrence existant entre les infrastructures d'exécution des ordres et du comportement des participants du marché. Ces disparités entravent fortement les transactions transfrontalières et fragmentent la liquidité;

6) Les dispositions de la DSI relatives à la désignation des autorités compétentes et à leur coopération sont insuffisantes: une condition préalable à la réalisation d'un marché unique au fonctionnement ordonné est celle d'une coopération totale et immédiate et de flux d'informations continus entre les autorités nationales.

7) Les dispositions de la DSI sont rigides et datées: elle ne permettent pas d'apporter une réponse aux questions réglementaires brûlantes soulevées par l'évolution des structures de marché, des affaires qui y sont traitées et des pratiques prudentielles. Cette nécessité témoigne d'ailleurs de la futilité de vouloir réglementer les marchés financiers en ancrant des dispositions très détaillées dans une législation immuable.

Étant donné que la DSI ne prévoit aucun mécanisme d'harmonisation des approches nationales en matière de mise en œuvre (cette absence est sous-jacente à toutes les questions examinées par le Comité Lamfalussy), la Commission a estimé qu'une nouvelle approche était nécessaire pour surmonter les difficultés actuelles, pour saisir les nouvelles possibilités offertes et pour relever les défis législatifs que lance la transformation des marchés européens des valeurs mobilières. Un objectif essentiel de cette révision a consisté à doter la DSI de mécanismes structurels d'actualisation.

4.5.6 Le Rapport Lamfalussy

Le rapport Lamfalussy porte essentiellement sur la mise en place des structures qui vont permettre la modernisation de la DSI, soit plus concrètement la mise en place des normes minimales requises pour que le système de reconnaissance mutuelle fonctionne correctement. Il ne s'agit pas de la mise en place d'une commission européenne des valeurs; les deux comités instaurés sont essentiellement des instances

de concertation, dont les prérogatives vont cependant plus loin que celles des ACVM puisqu'elles peuvent faire approuver leurs décisions par le parlement européen.

Le rapport Lamfalussy propose une structure décisionnelle qui fait appel à quatre niveaux et repose sur des comités, dans le cadre du principe de comitologie[106].

Lamfalussy exprime la nécessité d'une harmonisation, qui n'est pas totale mais de nature à permettre un fonctionnement adéquat du système de reconnaissance mutuelle. Lannoo (2001) s'exprime d'ailleurs clairement en faveur de l'harmonisation, mais en dénonce les limites. Il reproche également au rapport Lamfussy de ne pas avoir porté une attention suffisante au processus de stimulation du bon fonctionnement des marchés à travers les diverses institutions et intermédiaires financiers impliqués. Il écrit à la page 1: *Full harmonisation is not realistic, however, nor is it even desirable since some degree of competition between jurisdictions can do not harm.*

Cette réaction est assez courante et plusieurs chercheurs ont reproché au Comité d'avoir très clairement défini comment atteindre un objectif, sans toutefois le définir. Cependant, la recommandation sur les structures était bien le mandat de ce Comité.

Contrairement à ce qui est parfois véhiculé, ni le Rapport Lamfalussy ni le PASF ne prévoient la création d'une commission des valeurs mobilières unique en Europe, comme le précise le site de la Commission européenne[107]. Cette option n'est que mentionnée et l'approche de l'harmonisation imposée est vue comme une approche de dernier recours[108]. Les étapes successives de la construction de l'Europe financière peuvent se caractériser ainsi :

- Étape 1 : DSI 93 et concurrence réglementaire, limitée par des prérogatives fortes des États.

- Étape 2 : révision de la DSI 93 et nouvelles directives : concurrence réglementaire rendue possible par l'imposition de normes minimales, pour que la reconnaissance mutuelle devienne effective.

- Étape 3 : réexamen en 2004 qui pourrait conduire, en cas d'échec constaté, à l'instauration d'une réglementation unique, considérée par de nombreux chercheurs comme totalement irréaliste. Cette commission unique demanderait que tous les pays abdiquent de leurs responsabilités en termes de valeurs mobilières, ce qui semble très peu vraisemblable.

---

[106] La page 12 du rapport Lamfalussy (2001) présente un schéma de la structure actuelle, qui comporte deux comités : le Comité européen des organismes de réglementation des valeurs mobilières, (CESR) et le Comité européen des valeurs mobilières (ESC).

[107] http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-213.htm#3.

[108] Voir à ce sujet la page 52 du rapport Lamfalussy (2001).

Le rôle et la composition des deux comités mis en place à la suite de la publication du rapport sont définis comme suit sur le site de la CE :

> ***The European Securities Committee*** *(ESC) is composed of representatives of Member States, chaired by the European Commission. It may invite experts and observers to participate in its meetings. The Committee will be chaired by the Commission, which will also provide the secretariat.*
>
> *It will be consulted by the Commission when drafting legislative proposals on securities policy issues. In this respect, it will take on the functions of the existing High Level Securities Supervisors Committee established by the Commission on an informal basis in 1985.*
>
> *This Committee may also act as a regulatory committee in the context of work on future legislative proposals conferring implementing powers on the Commission, which must be decided by Co-decision. In its future regulatory capacity, it will vote on draft technical implementing measures that develop basic legislation submitted to it by the Commission.*
>
> ***The Committee of European Securities Regulators (CESR)*** *is composed of high-level representatives of the national public authorities competent in the field of securities. This Committee may invite experts or observers to participate in its meetings. It will set out its own operational arrangements.*
>
> *The CESR will advise the Commission on securities policy issues. After consulting the ESC, the Commission may mandate the CESR to prepare draft implementing measures. In so doing, it will act in a transparent manner, fully involving market participants, consumers and end-users on a regular basis.*
>
> *The CESR will also play an important role for the transposition of community law in the Member States. It will enhance consistent and timely day-to-day implementation of the Community law through reinforced co-operation between national regulators.*

4.5.7 La directive sur les prospectus

La directive sur les prospectus se situe au niveau 2[109] pour ce qui est des détails techniques des diverses formes de prospectus. Il s'agit d'un système de reconnaissance mutuelle intégral. Pour le moment, la reconnaissance mutuelle n'est garantie que lorsque le prospectus comporte les éléments requis par la directive 80/390/EEC et les autorités du pays hôte peuvent demander des informations additionnelles relatives aux spécificités de leur marché, incluant la traduction, ce qui implique des coûts élevés. L'application intégrale (au niveau 4) du passeport européen en terme d'émission impliquera l'acceptation automatique du prospectus dans tous les pays, dès que celui-ci a été accepté dans le pays d'origine. La langue de rédaction est indépendante de l'autorité du pays qui est visé. Elle doit être l'une de celles reconnues par l'autorité du pays, qui vise dans le cas d'une émission limitée à l'État du siège social. Le prospectus peut être rédigé dans une « langue usuelle dans la sphère financière internationale » dans les autres cas. Pour les titres de capital, le prospectus doit être visé par l'autorité du pays du siège social. Dans le cas de titres de dette, l'autorité peut être autre que celle du pays du siège social pour les émissions de grande taille et s'il existe un critère de rattachement. C'est le cas si l'émission est inscrite dans le pays hôte.

Le système de visa des prospectus en Europe va donc plus loin que ne le fait le système canadien d'examen concerté. Il y a reconnaissance mutuelle effective et délégation réciproque du pouvoir d'examen, sauf toutefois pour les émissions de petite taille. Il reste cependant à voir dans quelle mesure ce système permettra effectivement des offres européennes, et non des *International-Style Offerings*. Ceci dépend de la volonté des pays de se prévaloir des dispositions relatives à l'intérêt général. En principe, l'application rapide des diverses directives devrait limiter le recours à ces dispositions. En effet, le système de passeport ne peut fonctionner adéquatement que si les conditions d'autorisation sont relativement homogènes dans les différentes juridictions. Sinon, un courtier qui se voit refuser le permis d'exercer dans une juridiction pourrait obtenir un permis valable pour l'ensemble de la communauté auprès d'une juridiction plus complaisante. Le FESCO, devenu le CESR a défini des normes minimales (non limitatives) qui reposent sur le principe voulant que les individus qui désirent offrir des services financiers doivent satisfaire à des normes élevées d'intégrité, de compétences et de connaissances.

---

[109] Il existe quatre niveaux de directives en matière de réglementation des valeurs mobilières :
- Niveau 1 : Directives générales qui se limitent aux principes
- Niveau 2 : Mesures d'implantation, développées par la Commission sur les conseils d'un comité indépendant tel que le CESR et approuvé par un comité de représentants des États membres
- Niveau 3 : Recommandation, règles de conduite ou standards émis par le CESR, dans des domaines qui ne sont pas spécifiquement couverts par la réglementation
- Niveau 4 : Mise en place d'une loi communautaire en vertu des décisions de la Commission européenne.

4.5.8 Le contrôle, poursuites et concurrence

La procédure de reconnaissance mutuelle pose des problèmes importants au chapitre de l'application de la loi. La responsabilité de supervision est divisée entre l'État d'origine, qui est le premier responsable selon la DSI et l'État hôte, qui conserve d'importants pouvoirs d'application en termes de protection des investisseurs et d'intégrité du système financier. Ce problème est traité de deux façons. En premier lieu, la directive prévoit une hiérarchie des responsabilités et des interventions entre les autorités du pays d'origine et du pays hôte. En second lieu, une procédure de collaboration étroite et de transfert d'information a été instaurée (Moloney, 2002, p. 409-416). Les collaborations inter-pays et entre les diverses autorités financières dans un même pays sont explicitement prévues dans la directive.

La concurrence entre les Bourses est un élément clé de la modernisation de la DSI[110]. En effet, la Communauté constate : « Concernant l'efficacité globale du marché, les dispositions réglementaires restreignant directement la concurrence entre les infrastructures d'exécution des ordres ne semblent pas produire, en termes de formation des prix, d'améliorations telles qu'elles justifieraient une intervention aussi forte au niveau des structures de marché en vue de favoriser l'exécution sur les Bourses de valeurs. Une analyse récente du prix des transactions portant sur presque toutes les actions négociées sur les principales places boursières européennes n'a étayé en aucune manière l'hypothèse selon laquelle le fait de les y concentrer améliorait l'efficacité du marché (telle que mesurée par les fourchettes moyennes entre cours acheteurs et vendeurs effectifs) »[111]. Il existe donc sur ce point une différence majeure entre les situations canadienne et européenne.

4.6 Conclusion

Les études des chercheurs et l'observation des marchés permettent de défendre que la situation de monopole réglementaire ne soit pas forcément préférable à celle de concurrence réglementaire, qu'il s'agisse de droit des sociétés ou des valeurs mobilières.

Cependant, il convient de ne pas opposer systématiquement les deux notions et une certaine forme de concurrence est certainement compatible avec une harmonisation minimale. Outre le fait d'éviter les coûts élevés de l'imposition d'une réglementation uniforme à des juridictions qui ne désirent pas renoncer à leurs prérogatives, cette approche pragmatique permet des ajustements locaux et des initiatives qui peuvent permettre la prise en compte de réalités locales ou changeantes. C'est la voie empruntée par la Communauté européenne.

---

[110] Dont la nouvelle version est disponible sous:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/finances/mobil/isd/.

[111] Source: London Economics: 2002.

Le système européen de reconnaissance mutuelle permet une certaine forme de concurrence mais n'entraîne pas la disparition des autorités locales, dont plusieurs pays assurent actuellement le renforcement. Par exemple, en France, la modernisation des autorités de contrôle a donné naissance à deux nouvelles autorités : l'Autorité des marchés financiers (AMF) et la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCAMIP). Pour une plus grande efficacité, celles-ci résultent de la fusion d'organismes existants. L'AMF, en particulier, naîtra de la fusion de la Commission des opérations de Bourse (COB), créée en 1967, du Conseil des marchés financiers (CMF), créé en 1996, et du Conseil de discipline de la gestion financière, créé en 1988. Elle aura pour mission la protection de l'épargne investie en produits financiers, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés.

L'Europe semble adopter une position qui concilie une forme de concurrence réglementaire, puisque certaines juridictions pourront appliquer les normes minimales et d'autres exiger davantage. Toutefois, l'harmonisation minimale qui est imposée interdit aux juridictions plus exigeantes de refuser l'accès du marché aux intermédiaires ou sociétés qui se sont placés sous la juridiction la moins exigeante. La concurrence réglementaire est donc pondérée par les normes minimales, qui limitent les possibilités de course aux minima. Cette approche de l'harmonisation en termes de valeurs mobilières réfère a u modèle de réciprocité et non de convergence.

L'approche de la réciprocité est basée sur la notion du respect des standards et règlements des autres juridictions. Dans la mesure où deux ou plusieurs juridictions ont en commun des principes relativement semblables, il leur est possible d'accepter, dans le cadre d'ententes bi ou multilatérales, que l'entité qui satisfait aux exigences dans la juridiction d'origine satisfait également aux exigences des autres juridictions. Ce mécanisme peut être mis en place sur la base de standards minima.

Pour Warren (1990), la façon dont la CE a harmonisé partiellement le droit des sociétés et celles des valeurs mobilières pour permettre la reconnaissance réciproque est un exemple de cette approche pragmatique. Cette approche est applicable entre des juridictions qui présentent, au départ, des similitudes en termes de réglementation. Elle a toutefois été mise en pratique dans une CE fort diverse en termes de réglementation des valeurs et de rôle et responsabilité des commissions[112].

La convergence demande le développement d'un ensemble de règles équivalentes ou uniformes qui s'appliquent dans toutes les juridictions. Dans le domaine des valeurs mobilières, ces règles devraient inclure les normes comptables et de divulgation, les opérations d'initiés, les manipulations de marché, les conflits d'intérêt et la fraude (Warren, 1990, p. 191). L'entente en vigueur entre le Canada et les États-Unis (MJDS) est un système de reconnaissance réciproque basé sur l'établissement de

[112] Voir Warren, 90, p 195 sur l'absence de réglementation et CESR, 2002.

standards substantiellement équivalents (Warren, 1990). Comme nous le verrons dans les sections suivantes, cet accord fonctionne presque unilatéralement, puisque les titres des sociétés canadiennes sont effectivement échangés sur le marché américain alors que les transactions au Canada de titres américains sont extrêmement rares. La convergence ne requiert pas obligatoirement la disparition des juridictions locales. Il semble toutefois essentiel, dans un ensemble non homogène tel que la CE, de préserver un niveau de concurrence réglementaire.

Selon Niemeyer (2001):

> *Thus, harmonization may very well improve the competition between different markets and agents. However, given the differences in legal system and regulatory tradition, harmonization is difficult. Furthermore, it may not even be desirable. First, individuals are likely to demand certain proximity in the regulation and supervision of securities markets. If this proximity is reduced, their confidence in the appropriateness and impartiality of the regulation and supervision may be hurt.*
>
> *Second, a far-reaching harmonization would reduce a healthy competition between different regulatory regimes. If the harmonized regulations are not open enough, they could easily curtail the development of new services and techniques. In the present non-harmonized regulatory situation, there are possibilities to compare how different regulatory structures handle different problems. There are therefore also possibilities to learn and over time improve the regulatory framework. In a fully harmonized world, this will be more difficult. As the pace of change in the markets increase, the need for regulatory change also increases. There is a clear risk that a fully harmonized regulatory system would be less flexible.*

La question de l'adéquation du modèle de délégation réciproque a été débattue lors du 8[e] symposium de droit de l'Université Queen's, en 2001. Maykut (2001) présente ce modèle comme une alternative raisonnable et viable aux propositions de centralisation. Pour Maykut, ce modèle *recognizes and makes the most of the political and constitutional realities of our country*. Maykut montre que la délégation des pouvoirs des commissions des valeurs mobilières est compatible avec la constitution canadienne et évoque l'exemple du MJDS, où il existe une délégation effective de pouvoir entre les autorités canadiennes et américaines. Elle présente la délégation inter-provinciale comme une progression naturelle à partir du REC. Elle observe que cette reconnaissance mutuelle devient de toute façon requise entre les juridictions nationales, puisque les transactions deviennent de plus en plus fréquemment transfrontalières. Pour l'auteur, la condition préalable à la mise en place d'un tel système est l'uniformité des législations. L'expérience européenne montre toutefois que l'uniformité n'est pas une condition nécessaire.

Une harmonisation minimale est certes requise, mais l'uniformité parfaite n'est ni une condition absolue, ni probablement une situation souhaitable. Elle éliminerait en effet les possibilités d'innovation qui sont l'un des avantages de la concurrence réglementaire.

Anand (2001) oppose à cette proposition les arguments suivants. La délégation réciproque ne peut être mise en place sans une harmonisation des réglementations provinciales. Anand écrit ensuite que *uniformity can only be achieved with a national regulator in place*. Deux observations peuvent être faites. En premier lieu, un système de délégation peut fonctionner sans uniformisation des réglementations. Une harmonisation minimale est requise, comme le montre l'exemple européen. En second lieu, cette harmonisation peut se faire sans une autorité centrale, même si elle demande l'instauration de structures et de mécanismes qui sont à la mesure des divergences entre les réglementations des diverses juridictions. Le Rapport Lamfalussy recommande des structures lourdes et un processus complexe, qui répond aux différences très importantes qui séparent les réglementations des pays d'Europe. Les ACVM existent déjà au Canada et leur récente proposition de réglementation uniformisée montre que l'harmonisation peut être atteinte sans commission nationale.

5e partie

5- LES SYSTÈMES FINANCIERS CANADIEN ET AMÉRICAIN : CONCURRENCE ET RÉGLEMENTATION

Le débat entourant la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada a été relancé récemment, au nom de l'amélioration de l'efficacité et de la réduction des coûts pour les émetteurs et les investisseurs. En raison du morcellement de la réglementation des valeurs mobilières, le Canada souffrirait d'un désavantage net par rapport aux autres juridictions qui nuirait au développement de son marché. Cet argument est énoncé de la façon suivante par *l'Ontario Teacher's Pension Plan Board* qui, dans ses commentaires soumis au Comité quinquennal de révision de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario[113] (Comité 5 ans), écrit :

> *The Provinces need to recognize that Canada is suffering as a destination for business and capital because they refuse to give up a jurisdiction to a first class regulatory regime that is administered and enforced by a first class regulator.*

La centralisation des autorités de valeurs mobilières au Canada constitue la première recommandation du Comité 5 ans et de la Commission ontarienne des valeurs mobilières.

La situation américaine est souvent évoquée comme exemple d'une situation de centralisation de la réglementation et de sa mise en œuvre dans un État fédéral. Par exemple, le Comité 5 ans écrit, (p. 6):

> *Canada competes with other jurisdictions around the world for capital and for investment opportunities. Our regulatory regime must be part of our competitive advantage. This requires that our regulators be able to operate efficiently and that our regulatory requirements not be more onerous than those existing in other jurisdictions (particularly the United States), except as may be required to satisfy our public policy objectives.*

Divers intervenants recommandent l'harmonisation totale avec le système américain[114]. L'Accovam, dans sa réponse au Comité 5 ans, propose que *Canadian regulatory Policy must, in general terms, be congruent with the SEC standards, and in some case recognize US standards to ease the regulatory burden for Canadian*

---

[113] OSC, *Five Year Review Committee Final Report, Reviewing the Securities Act (Ontario)*, 2003, http://www.osc.gov.on.ca.

[114] Par exemple, Romano, du Cabinet Stickeman Elliott, dans sa réponse au Comité 5 ans, écrit (p. 2) (...) *we need both to move towards harmonization with the U.S. system and avoid unneeded complexity.*

Companies. De tels énoncés laissent penser que la réglementation des valeurs mobilières américaines est un modèle de centralisation et d'efficacité. Ils suggèrent en outre que le modèle américain puisse être transposé au Canada. Ces deux énoncés demandent une analyse approfondie que nous abordons ici sous l'angle de la concentration et de la concurrence.

Les participants du marché s'entendent pour dire qu'un marché dynamique et innovateur est essentiel pour maintenir et développer l'industrie des valeurs mobilières au Canada. En principe, innovation et dynamisme vont de pair avec concurrence. Aux États-Unis, la concurrence entre les marchés boursiers s'est accrue au cours des années 1990 et a joué un rôle déterminant pour réduire les coûts de transaction et stimuler l'innovation. Au Canada, au contraire, le système financier s'est progressivement concentré et les six grandes banques, en plus de contrôler l'essentiel de l'activité bancaire, contrôlent les deux tiers du courtage par l'intermédiaire de leurs filiales. Les courtiers via l'Accovam et le groupe TSX inc., seul groupe boursier subsistant, jouent un rôle important dans la réglementation. Les principaux courtiers sont propriétaires de l'un des trois systèmes parallèles de négociation canadiens. Le niveau de concentration du marché financier canadien est donc devenu extrême. Une fusion éventuelle entre les banques principales, évoquée régulièrement, augmenterait encore cette concentration. La situation canadienne est donc totalement différente de celle qui prévaut aux États-Unis. Cette concentration répond, en partie, à une volonté d'améliorer la position concurrentielle du marché canadien des valeurs mobilières face à un marché américain attrayant et très dynamique. Toutefois, les propositions relatives à la structure de la réglementation au Canada ne peuvent faire abstraction de cette réalité, et le transfert d'un modèle américain, par ailleurs bien différent de ce qui est généralement affirmé, ne peut se faire sans ajustements importants.

Nous analysons en première partie l'évolution du système financier américain et de sa réglementation. Nous étudions, en seconde partie, l'évolution du système financier canadien et sa structure actuelle. Cet exercice permet de mieux comprendre les énormes différences qui séparent ces deux systèmes et met en évidence le fait que, dans bien des domaines touchant le monde financier, la réglementation américaine est très largement décentralisée et compétitive.

L'introduction de la dimension de la concurrence dans le débat qui entoure la réglementation des valeurs mobilières au Canada est essentielle pour plusieurs raisons. En premier lieu, les participants au marché s'entendent pour désirer un marché dynamique et innovateur; ces deux caractéristiques sont généralement l'apanage de marchés concurrentiels. En second lieu, plusieurs théoriciens de la réglementation défendent et montrent que la réglementation n'est pas toujours orientée dans l'intérêt public, c'est-à-dire pour corriger les dysfonctions du marché et protéger les consommateurs. Les théories de l'intérêt privé voient le processus de réglementation comme une compétition entre les groupes d'intérêt où les groupes les

mieux organisés et structurés sont capables de capturer des rentes de réglementation au détriment des groupes les moins organisés[115]. Becker (1983) montre que les secteurs les plus fortement concentrés sont plus susceptibles que les autres d'imposer leurs priorités. La théorie de la capture défend une situation extrême où le processus réglementaire est asservi aux besoins d'une industrie. Les mécanismes qui peuvent conduire à de telles situations sont les différences de niveau d'expertise, les transferts de ressources humaines du secteur à l'organisme réglementaire et inversement (*revolving door process*) et l'infiltration des organismes par les cadres de l'industrie. Ici encore, la capture est d'autant plus plausible que la concentration est forte. Par ailleurs, il est devenu impossible de traiter de la réglementation des valeurs mobilières sans traiter du secteur bancaire, qui possède les principales firmes de courtage du Canada. En plus de dominer le paysage bancaire, les grandes institutions canadiennes dominent celui des valeurs mobilières. L'objectif principal de la présente étude est donc d'illustrer le processus de concentration du secteur financier au Canada, en dépassant toutefois le cadre strict des sociétés financières. Celles-ci jouent un rôle important et grandissant au niveau des organismes de réglementation et ce rôle doit être étudié. Un parallèle avec la situation américaine sera établi.

La réglementation américaine en matière de valeurs mobilières est plus complexe qu'il ne semble à première vue, en dépit des changements récents qui ont donné des pouvoirs beaucoup plus étendus au niveau fédéral. Il est donc important de comprendre les principales caractéristiques de la réglementation financière américaine. Il est également utile de faire le point sur les systèmes actuels de réglementation au Canada. C'est le second objectif de cette partie.

Dans la troisième section, nous discutons des enjeux des situations américaines et canadiennes en termes de réglementation des secteurs financiers. Aux États-Unis, la SEC peut être considérée comme un monopole réglementaire en ce qui concerne les titres importants, face à une industrie concurrentielle et fragmentée. Au Canada, la réglementation provinciale des valeurs mobilières établit une forme de concurrence réglementaire face à une industrie très fortement concentrée. L'établissement d'une commission nationale conduirait à la mise en place d'un monopole réglementaire. L'autorisation de la fusion des banques, qui possèdent les principales firmes de courtage, ainsi que la concentration grandissante dans ce secteur semblent conduire le Canada à une situation d'oligopole. Suivant les prévisions des théoriciens de la réglementation, cette situation où un monopole réglementaire régit un oligopole est potentiellement dangereuse. Ceci ne peut être évacué de la discussion actuelle qui entoure la restructuration des réglementations des valeurs mobilières au Canada.

---

[115] Les travaux menés dans ce domaine sont fort nombreux et ne peuvent être passés en revue. Kroszner et Straham (2000) et Heinemann et Schüler (2002) en présentent des synthèses dans le secteur de la réglementation financière.

5.1 Le système américain : concurrence des marchés, monopole réglementaire

Le niveau de concurrence des marchés des valeurs mobilières américains est important et s'est accru rapidement au cours de la décennie 1990. Le bureau du vérificateur général des États-Unis relève qu'en mars 2002, la SEC supervise neuf Bourses, le marché au comptoir et soixante-dix systèmes de négociation alternatifs, ainsi que douze agences de compensation[116]. L'existence de plusieurs Bourses a stimulé la concurrence, mais la croissance des systèmes de négociation parallèles ou SNP a été l'élément majeur de réduction des coûts de transaction (Benhamou et Serval, 1999). Cette croissance a été d'ailleurs stimulée par la lenteur des Bourses américaines à adopter des plate-formes de négociations performantes, comme l'ont fait plusieurs pays d'Europe. Plusieurs analyses ont mis en évidence des différences importantes entre les coûts d'exécution du NYSE et du NASDAQ (Huang et Stoll, 1996; Chung *et al.*, 1999). Ces observations, défavorables au NASDAQ, ont provoqué des interventions réglementaires pour modifier le comportement des mainteneurs de marché. Toutefois, il semble clair que le développement des SNP a joué un rôle majeur dans la réduction globale des frais de transaction et dans l'amélioration de la qualité des services.

Aux États-Unis, le marché boursier est devenu progressivement plus compétitif, le nombre d'institutions offrant des services de négociation s'est accru et les coûts de transaction ont diminué. Il ne semble pas que cette évolution se soit faite au détriment de la liquidité ou de la qualité de l'information, en raison notamment de l'existence de systèmes de consolidation des données. La réglementation de ce vaste ensemble d'institutions et d'organismes relève de la SEC, qui est intervenue à plusieurs reprises pour stimuler la concurrence. Elle a aussi favorisé l'émergence des SNP, en dépit du fait que l'instauration de ces systèmes fragmente les transactions et nuit potentiellement à la liquidité. Face à une telle fragmentation, il est possible qu'une réglementation unique soit optimale. Toutefois, la réglementation américaine n'est pas totalement centralisée et elle est, par ailleurs, contestée et parfois même liée aux déboires récents de plusieurs entreprises de grande taille.

---

[116] United States General Accounting Office, *SEC Operations: Increased Workload Creates Challenges*, 5 mars 2002, http://www.gao.gov/new.items/d02302.pdf.

5.1.1 La réglementation de l'industrie des valeurs mobilières aux États-Unis

L'industrie des valeurs mobilières aux États-Unis serait l'une des plus réglementée[117]. Sa réglementation est, de plus, un effort partagé entre les instances fédérale, locales (au niveau de chaque État) et les organismes autoréglementés. Par exemple, pour l'État du Tennessee[118], la *Securities Division* est chargée d'administrer la *Loi du Tennessee de 1980 portant sur les valeurs mobilières*. Cette division procède à l'enregistrement des courtiers, gère les plaintes du public relatives aux transactions sur valeurs mobilières et autorise les émissions de nouvelles valeurs mobilières. La division reconnaît cependant ne s'occuper que d'environ 15 % de toutes les émissions de titres effectuées dans l'État. En effet, les émetteurs ayant inscrit leurs titres sur une Bourse nationale bénéficient d'une exemption en vertu soit du *National Securities Markets Improvement Act* de 1996 (NSMIA) soit de dispositions de la SEC. Les commissions locales gèrent donc, dans les faits, les émissions des entreprises de petite taille[119].

En utilisant l'un des 5 programmes SCOR régionaux (*Small Capital Offering Regulation*) ou certaines formes de placements directs fédéraux (réglementations A, D et *Intrastate*), les entreprises en démarrage peuvent lever des fonds plus facilement et de façon moins onéreuse qu'en réalisant un premier appel public à l'épargne (PAPE) traditionnel. Elles s'enregistrent alors auprès du ou des États dans lesquels leurs titres seront vendus, et non pas auprès de la SEC (en vertu d'une exemption de la SEC). Elles évitent ainsi à la fois les investisseurs traditionnels des premiers stades de développement, gourmands en termes de pourcentages de droits de vote (sociétés de capital de risque et anges investisseurs) et leur alternative le financement bancaire. Par rapport au PAPE, les montants levés sont moindres (compris entre 1 et 20 millions $), et les exigences de divulgation sont réduites.

L'émission peut être vendue par l'entreprise, ou par un agent de vente commissionné, et utiliser les moyens de communications de masse. Internet représente un média idéal pour les sociétés réalisant des émissions initiales directes (*Direct Public Offering* ou DPO) autorisées à faire elles-mêmes la promotion de leurs titres[120]. Le

---

[117] http://www.sia.com/career/html/regulation.html, cette industrie relève notamment des lois suivantes : *the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, the Investment Company Act of 1940 (together with the amendments of 1970 and 1975), the Securities Investor Protection Act of 1970, the Securities Acts Amendments of 1975, the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, the Securities Enforcement Remedies Act of 1990, the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, the National Securities Markets Improvement Act of 1996 (qui modifie le Securities Act of 1933, le securities Exchange Act of 1934 et le investment Company Act of 1940), the Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998*, et *the Sarbanes-Oxley Act of 2002*.

[118] http://www.state.tn.us/commerce/securdiv.html.

[119] Les émissions de titres *not covered*, au sens du *National Securities Markets Improvement Act* de 1996.

[120] Les titres des DPO peuvent être vendus aux partenaires des entreprises (clients, salariés, employés…) et, depuis 1995, la SEC autorise la délivrance du prospectus via Internet.

produit brut de l'émission doit être placé en fiducie dans une banque indépendante jusqu'à ce que le montant minimal prédéfini soit atteint. Ce mode de financement présente cependant l'inconvénient d'un marché secondaire illiquide, en raison des restrictions apportées à la vente d'actions et du fait que ces titres ne sont pas transigés sur une Bourse. Pour résoudre ce problème, la SEC a autorisé en 1995 le *Pacific Stock Exchange* à coter sur la place publique les titres soumis à la réglementation SCOR et à la réglementation A[121]. Depuis le 13 janvier 1998, les titres inscrits sur le *Tier 1* de cette Bourse sont des *Covered Securities* au sens de la NSMIA de 1996 et relèvent de la juridiction de la SEC. La grande majorité des entreprises utilisent cependant ce type d'émission comme un placement privé, et les investisseurs détiennent les actions jusqu'à ce que l'entreprise soit vendue, s'inscrive en Bourse, ou rachète ses propres actions. Les législations SB-1 et SB-2 se distinguent des autres types d'émissions propres aux petites entreprises en ce qu'elles correspondent à des émissions publiques initiales réservées aux entreprises en démarrage. Les entreprises doivent donc s'enregistrer auprès de la SEC, mais les procédures sont simplifiées.

La réglementation de l'industrie des valeurs mobilières aux États-Unis prend en compte les réalités d'un marché très fragmenté. En particulier, le financement des petites entreprises est encadré au niveau local et permet le recours à des procédures simplifiées. Les émissions de petite taille représentent l'immense majorité des émissions canadiennes. En particulier, le programme des sociétés de capital de démarrage (ou *capital pools*) a permis 868 émissions entre 1991 et 2000, principalement dans les provinces de l'Ouest. Ceci représente 46 % des 1 891 PAPE de cette période. Au total, au cours de cette période, 1 217 émissions ont levé un montant inférieur ou égal à 1 million de dollars, et 1 491 ont levé moins de 5 millions de dollars canadiens. Moins de 10 % des émissions ont levé un produit brut supérieur à 20 millions de dollars US. Près de 90 % des PAPE canadiens auraient pu satisfaire aux réglementations locales américaines et se prévaloir du statut de *not covered securities*. L'image d'une réglementation centrale appliquée partout aux États-Unis doit donc être nuancée, particulièrement lorsque l'on s'intéresse aux émissions de petite taille.

5.1.2 Les critiques de la réglementation centralisée

Le système de réglementation américain fait l'objet de critiques qui ne peuvent être négligées. Elles peuvent être regroupées en trois sous-ensembles. Pour plusieurs observateurs, l'intervention centralisatrice est l'un des facteurs qui ont contribué à la multiplication des scandales comptables et financiers. Pour d'autres auteurs, ce système centralisé élimine la concurrence réglementaire et nuit aux capacités d'adaptation rapide de la réglementation à l'évolution du marché. Enfin, la réglementation américaine des valeurs mobilières est jugée lourde et coûteuse.

---

[121] À condition qu'ils respectent les conditions minimales d'inscription http://www2.lnccom/search/1897-print.html.

5.1.2.1 L'argument des scandales comptables et financiers

Comme nous l'avons exposé en 3.4, la volonté du gouvernement fédéral américain d'imposer une loi uniforme des valeurs mobilières semble avoir eu des effets indirects négatifs. Ces interventions sont vues, par certains chercheurs, comme des causes directes, quoique partielles, des scandales financiers récents. L'exclusion des États des poursuites en termes de valeurs mobilières de portée nationale a éliminé plusieurs poursuites, et ne semble pas avoir permis une uniformisation des décisions. Toutefois, cet effet a été renforcé par l'inaction et le manque de moyens de l'organisme central de réglementation qu'est la SEC. Sur la base de l'exemple américain, il ne semble pas que l'affaire Enron puisse être un argument très solide pour exiger l'uniformisation des lois sur les valeurs mobilières au Canada.

5.1.2.2 L'argument de la concurrence réglementaire

La concurrence réglementaire est la situation sous laquelle, dans un domaine donné, les agents économiques peuvent choisir le système réglementaire qui les régira. Un tel système prévaut aux États-Unis dans le domaine du droit des sociétés, où le Delaware offre ce qui paraît être la loi des sociétés la plus attractive. Une telle structure de réglementation laisse subsister des différences entre les juridictions, et pourrait générer une course aux minima. Cela ne semble cependant pas se produire. En effet, dans une économie qui fonctionne correctement, les entreprises qui optent pour un régime moins rigoureux signalent aux investisseurs qu'elles présentent un risque supplémentaire et voient donc leur coût du capital s'accroître en conséquence.

La concurrence réglementaire peut conduire à une situation qui semble sous-optimale en raison des différences entre les juridictions. Toutefois, elle présente deux avantages majeurs. En premier lieu, les entreprises, intermédiaires ou investisseurs réglementés peuvent révéler leurs préférences en changeant de juridiction. Les besoins des réglementés sont donc davantage pris en compte que dans l'approche classique (*top-down*), où les agents, sauf s'ils sont fortement structurés et organisés, ont peu de poids sur l'élaboration des lois qui les concernent. En second lieu, la concurrence qui s'établit entre les juridictions permet de réagir plus rapidement aux changements de l'environnement économique, particulièrement rapides dans le secteur financier. Romano (2002, p. 13) présente de la façon suivante les avantages de la concurrence réglementaire dans le domaine des valeurs mobilières :

> *Regulatory competition, moreover, offers a distinctive advantage over a single regulator for securities law. It better aligns the incentives of issuers, and of regulators, with the interests of investors, and will thereby lead to the promulgation of rules that investors most prefer. That is so because issuers will be drawn to the regime preferred by investors to lower their cost of capital, and regulators will be able to*

discern the efficacy of their regulatory choices by the flow of firms into and out of jurisdictions.

L'analyse de la concurrence réglementaire a été effectuée à la partie 4 de ce rapport et n'est pas reprise ici. Il était important de montrer toutefois que l'uniformisation des réglementations n'est pas l'unique voie offerte et que la concurrence entre les autorités, largement pratiquée aux États-Unis, présente des avantages importants.

5.1.2.3 Les coûts réglementaires américains

Il est difficile de défendre qu'un alignement du système réglementaire canadien sur celui des États-Unis réduise les coûts pour les entreprises canadiennes. La réglementation américaine est lourde, coûteuse et complexe. Gagné *et al.* (2001) observent que la réglementation américaine visant les entreprises et les consommateurs comporte 130 000 pages au registre fédéral et que 4 000 nouvelles réglementations s'ajoutent chaque année. Au niveau bancaire, Pattisson (1994) note que les institutions font face à 200 000 pages de lois bancaires, normes et règlements dont 4 000 changent chaque année. Il écrit (p. 2) que *the regulatory structure is disproportionately thick*. En ce qui concerne les valeurs mobilières, *the US System is much more costly for markets participants than the Canadian system. By US standards, most of our market participants are small and cannot afford the cost of an U.S. style designed for its much bigger markets and players* (réponse au rapport préliminaire de l'OSC (2002) par la CVCB). En fait, les normes minimales de maintien à la côte du NASDAQ demandent une capitalisation supérieure à 50 millions de dollars U.S., soit environ 75 millions de dollars canadiens. Seulement 590 entreprises canadiennes satisfont à ce critère, ce qui représente 14 % des sociétés officiellement inscrites[122].

Les sociétés dont les titres composent l'indice TSX 60 ont des caractéristiques à peu près semblables à celles dont les titres se transigent sur le NYSE (capitalisation moyenne de 5 milliards de $ US contre 3,6 milliards pour les titres du NYSE).

5.1.3 Le secteur bancaire américain

Selon Weelock et Wilson (2002), il existait aux États-Unis 14 483 banques à la fin de 1984. Fin 1999, il en restait 8 563, en raison d'un certain nombre de faillites (1 312), mais surtout d'une importante vague de fusions, consécutive à la levée de barrières légales. L'activité de consolidation se serait accélérée entre 1997 et 1999 (Hughes *et al.*, 2002). Fin 1999, on assiste à la levée du *Glass Steagall Act*, qui maintenait indépendantes[123] les activités d'institution de dépôt, d'assurance et de courtage, ce

[122] *Going public and listing on the US Securities Markets*, Nasdaq, 2000 p. 56. L'estimation a été réalisée en supposant une capitalisation équivalente à l'avoir.
[123] *Goodbye Glass-Steagall, Hello Big Mergers -- and Big Fees?* Business Weeks, 29/09/1999.

qui provoque une nouvelle consolidation de l'industrie. Il resterait cependant tout de même un peu plus de 8 000 banques américaines à la fin de 2001 (Olson, 2002).

Le système bancaire américain est particulier sous divers aspects : il comprend un grand nombre de banques, et relève d'une multiplicité d'instances réglementaires dont l'autorité se superpose ainsi que de lois bancaires qui diffèrent entre les États. Par exemple, la division des institutions financières du ministère du Commerce de l'État de l'Ohio[124], autorise la création de nouvelles institutions de dépôts (*banks, credit unions, savings and loans, and savings banks*), agrée la réorganisation des institutions déjà enregistrées, et procède à des vérifications de la conformité des institutions avec les lois et règlements de l'État. Le *Federal Reserve System*, la banque centrale américaine est décentralisée dans le sens où son autorité est divisée entre douze banques régionales régies par un conseil d'administration commun composé de sept gouverneurs nommés pour quatorze ans par le président des États-Unis. Selon Olson (2002), le système bancaire américain se caractérise par sa dualité, dans le sens où il s'est développé conjointement au niveau fédéral et au niveau local :

> *We have nationally chartered banks supervised by the federal government and state-chartered banks supervised by both state and federal regulators. (...) Now that interstate banking is a reality, I submit that the dual banking system remains an important factor underlying the strength and flexibility of our financial system. As Chairman Greenspan has reminded us in the past, the freedom of banks to choose their regulator is the key to the protection of banks from the potential for unreasonable regulatory behaviour. (...). But I believe that the ability of banks to choose their regulator has fostered both the continued competitiveness of the industry and vitality of the economic activity it finances.*

5.1.4 Conclusion

Les États-Unis pratiquent dans plusieurs domaines, tels que la loi des sociétés et celle des banques, une concurrence réglementaire forte ou un régime à deux niveaux, local et national. Dans le domaine des valeurs mobilières, la réglementation des émetteurs locaux est restée sous la responsabilité des États. La mainmise progressive du gouvernement fédéral notamment en termes de poursuites est critiquée et des modèles alternatifs de réglementation basés sur la concurrence sont proposés. Enfin, l'univers financier américain comporte un très grand nombre d'institutions et de marchés. Il diffère fondamentalement du marché financier canadien.

---

[124] http://www.com.state.oh.us/odoc/dfi/dfiabout.htm.

5.2 Le marché canadien : concurrence réglementaire et marché oligopolistique

Le système financier canadien est traditionnellement oligopolistique (Bordo *et al.*, 1993). En 1987, une modification ponctuelle à la réforme décennale de la législation bancaire de 1980 autorise les banques à acquérir les firmes de courtage. Cette modification favorise un accroissement de la concentration du secteur. La loi C-8, entrée en vigueur en octobre 2001, autorise les institutions autres que les institutions de dépôt (tels que les assureurs-vie, les gestionnaires de fonds commun de placement de marché monétaire et les courtiers en valeurs mobilisées) à participer à l'association canadienne des paiements. Cette loi met également en place un processus d'examen des projets de fusion de grandes institutions financières, qui comprend un examen d'impact sur l'intérêt public[125]. D'après l'International monetary fund (2003, p. 22)[126] :

> *The financial sector reforms of 2001 appear to have been implemented effectively. The new consumer protection agency is up and running, a framework for bank mergers has been established, and measures had been taken to encourage entry in the payments and banking systems, including by branches of foreign banks. The officials noted that, while some applications by new banks were close to approval, there had been relatively modest interest by potential entrants, possibly reflecting the dominant role of the existing major banks and the fact that the reforms were relatively new.*

Cette loi, censée favoriser la concurrence par l'entrée d'acteurs étrangers, semble donc avoir eu pour le moment peu d'effets. À l'heure actuelle, les quelques grandes banques canadiennes possèdent les grandes firmes de courtage, dont l'implication déjà forte dans l'unique groupe boursier canadien devrait s'accroître[127]. Les courtiers, via l'Accovam, sont co-propriétaires avec Groupe TSX Inc. de Services de réglementation du marché Inc. (RS Inc.). Les grandes firmes de courtage jouent un rôle-clé dans le marché des titres à revenus fixes et sont actionnaires de l'un des quelques SNP canadiens (Candeal.ca Inc.).

---

[125] D'après Roy, J. (2003), *Vers une théorie des systèmes financiers*, 21 mars 2003, HEC, Montréal.

[126] IMF Country Report no 03/33, February 2003.

[127] La concentration dans le domaine des assurances est également élevée : Fin 1999, les cinq principales sociétés représentent plus de 54 % du marché canadien au chapitre des primes et 57 % de l'actif général canadien. Il s'agit de Great West, Clarica, Manuvie, Sun Life et Canada Vie. (Voir http://www.fin.gc.ca). Cette concentration s'est encore accrue fin 2002, avec la fusion de Sun Life et de Clarica, mise en œuvre au 31 décembre 2002. Manuvie a également lancé une offre hostile sur Canada Vie le 9 décembre 2002, mais le conseil d'administration de Canada Vie a annoncé le lundi 17 février 2003 que Great-West avait convenu d'acquérir la totalité de ses actions ordinaires pour 7,3 milliards de dollars au comptant. Avant ces opérations, le secteur de l'assurance vie était déjà plus concentré au Canada que dans tous les autres pays étudiés par le Groupe des 10 (Group of Ten, 2001). Les cinq plus grandes compagnies contrôlaient 73,1 % de l'actif du secteur. Le ratio de concentration était alors de 25,2 aux États-Unis.

5.2.1 Les banques canadiennes et le courtage

L'activité bancaire canadienne est répartie entre neuf banques nationales et cinquante filiales de banques étrangères. Les six grandes banques du Canada contrôlent environ 90 % de l'actif bancaire total et offrent une large gamme de services financiers.

Il s'agit de :

- La Banque Royale du Canada (RBC, et ses filiales du RBC Groupe Financier);
- La Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC, propriétaire notamment de CIBC Wood Gundy et Trust CIBC);
- La Banque de Montréal (BMO dont les filiales de BMO Groupe Financier incluent Nestbitt Burns et la Harris Bank de Chicago);
- La Banque de Nouvelle-Écosse (possédant Scotia Capitaux);
- La Banque Toronto-Dominion, qui possède TD Waterhouse Canada Inc. et TD Securities Inc.;
- La Banque Nationale du Canada (qui détient Financière banque nationale, fruit de la fusion de Levesque Beaubien Inc. et de First Marathon Inc.).

Le tableau 11 rapporte divers indicateurs de concentration du marché canadien. Pour le Groupe de travail sur l'avenir des services financiers canadiens (Rapport MacKay), le Canada est le pays développé où le secteur bancaire est le plus concentré, en 1997. La méthode retenue par la Banque Royale permet d'obtenir un ratio de concentration canadien de 46 % contre 81 % pour le Rapport MacKay, et le Canada est alors dépassé par la Suisse et les Pays-Bas. Toutefois, l'étude de la Banque des règlements internationaux confirme les données du Rapport MacKay et démontre en plus une forte croissance de la concentration, qui passe de 60,2 à 77,1 % de 1990 à 1997. Une telle augmentation n'est perceptible dans aucun autre pays. Seuls les États-Unis subissent une évolution dans le même sens, mais l'indice de concentration n'était que de 11,3 % en 1990. Le Canada semble être, avec les Pays-Bas, le pays de l'OCDE où le secteur bancaire est le plus concentré. Malgré cette concentration déjà élevée, les plus grandes banques ont tenté à plusieurs reprises de se regrouper. En 1998, selon Cookey *et al.* (2001, p. 1), ces tentatives ont amené une nouvelle législation sur les regroupements dans les institutions financières.

En 1987, les gouvernements fédéral et provinciaux modifient la législation pour que les banques, les sociétés de fiducies et les firmes de courtage étrangères puissent devenir propriétaires de firmes de courtage en valeurs mobilières. Ceci entraîne une restructuration profonde de la propriété dans l'industrie des valeurs mobilières. Les

grandes banques canadiennes acquièrent d'importantes firmes de courtage ou créent leurs propres firmes.

Selon l'Accovam[128], l'industrie canadienne des valeurs mobilières compte, fin 2002, 200 firmes de courtage (contre moins de 119 début 1990). Trois grands types de firmes de courtage coexistent soit les entreprises de courtage intégrées (78 % du chiffre d'affaires du secteur), de courtage institutionnel (9 %) et de courtage de détail[129] (12 %). En 2001, les sept principales firmes de courtage intégrées, y compris les filiales de courtage des six grandes banques canadiennes et une firme de courtage américaine importante (Merrill Lynch), ont généré plus de 70 % du chiffre d'affaires de l'industrie. Il s'agit de :

- BMO Nesbitt Burns, propriété de la Banque de Montréal;
- CIBC World Markets, propriété de CIBC;
- Financière Banque Nationale, de la Banque Nationale du Canada;
- RBC Dominion Valeurs Mobilières, propriété de la Banque Royale du Canada;
- Scotia Capital Inc., appartenant à la Banque de Nouvelle Écosse;
- TD Securities, propriété de Groupe Financier Banque TD;
- Merrill Lynch, qui avait accaparé une fraction importante du marché canadien du courtage de détail, s'est retiré du marché de détail. La CIBC a acquis les activités canadiennes de courtage de détail de Merrill Lynch à la fin de 2001 et ses services de valeurs mobilières et de fonds communs de placement en 2002.

Fin 2001, toutes les grandes firmes de courtage intégrées du Canada appartiennent donc à des banques dont six représentent plus de 90 % de l'actif bancaire total en 2002. Ces institutions sont fortement impliquées dans la détention des Bourses ainsi que dans les divers organismes d'autoréglementation.

---

[128] Merrill Lynch, site Strategis, à Tendance des affaires et de la rentabilité dans l'industrie canadienne des valeurs mobilières, de juillet à septembre 2002, voir aussi : http://www.fin.gc.ca/tocf/2002/cansec_f.html.

[129] Les entreprises de courtage intégrées desservent les marchés institutionnels et de détail. Les entreprises de courtage institutionnel oeuvrent auprès des caisses de retraite, les sociétés d'assurances, les fonds communs de placement, les banques et les sociétés de fiducie. Les firmes de courtage de détail offrent des produits et services aux investisseurs de détail.

Tableau 11 : Ratio de concentration du secteur bancaire canadien, selon diverses études

Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens (Rapport MacKay)[1] 1997[4]		Étude de la Banque Royale[2] 1997[5]	Banque des règlements internationaux (BRI)[3] 1990[6]	1997[7]
Suisse	71 %	80 %	53,2 %	57,8 %
Australie	69 %	--	72,1 %	73,9 %
Pays-Bas	75 %	57 %	73,7 %	82,2 %
Canada	81 %	46 %	60,2 %	77,1 %
France	--	36 %	67,8 %	69,3 %
Royaume-Uni	40 %	19 %	43,54 %	35,2 %
Japon	--	12 %	31,8 %	29,1 %
Etats-Unis	19 %	7 %	11,3 %	25,56 %
Allemagne	15 %	20 %	17,1 %	18,8 %

1 : Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens : *Concurrence, compétitivité et intérêt public*. Document d'information no 1, septembre 1998.
2 : Banque Royale du Canada, *Canada's Banks : A Strategic Asset*, Printemps 1998.
3 : Group of Ten, Report on Consolidation in the Financial Sector, disponible à partir du site www.bis.org, January 2001.
4 : Le ratio est égal à l'actif bancaire total des cinq premières banques sur l'actif total de toutes les banques.
5 : Le ratio est égal à l'actif bancaire total des cinq premières banques sur l'actif total de toutes les institutions financières.
6 : Méthode de calcul indéterminée.
7 : Les données du Royaume-Uni et les données de l'Allemagne datent de 1998 et celles de la Suisse de 1997.
Sources : Rapport MacKay, rapport de la Banque Royale du Canada et rapport Group of Ten.

5.2.2 La Bourse canadienne ou le Groupe TSX inc.

La restructuration des Bourses canadiennes s'est effectuée rapidement. Les Bourses de l'Alberta et de Vancouver fusionnent en 1999, bientôt rejointes par la Bourse de Winnipeg (2000), pour former le CDNX (*Canadian Venture Exchange*)[130]. Ce regroupement est motivé par la recherche d'économies de coût et par la volonté de rendre plus facile l'accès des petites entreprises au TSE. Le CDNX constitue alors la Bourse canadienne des titres de croissance (*National Junior Exchange*). En mai 2001, les actionnaires du CDNX acceptent l'offre d'achat du TSE, offre approuvée par les commissions des valeurs de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et de l'Ontario en juillet 2001. Le CDNX devient une filiale opérant séparément mais propriété du TSE,

[130] Voir Boisvert et Gaa (2002) pour une analyse des motifs, conséquences et modalités de cette restructuration.

dont il utilise bientôt l'infrastructure. En octobre 2001, les titres de petite capitalisation de la Bourse de Montréal sont transférés au CDNX[131], qui ouvre un bureau à Montréal. La Bourse de Montréal se spécialise dans l'échange des titres dérivés.

Le 3 avril 2000, la Bourse de Toronto est démutualisée et prorogée sous la dénomination Bourse de Toronto Inc., et les courtiers membres de la Bourse deviennent actionnaires de la nouvelle entité. Le 10 juillet 2002, Bourse de Toronto Inc. est renommée TSX Inc. et le CDNX est renommé Bourse de croissance TSX Inc.. Au 31 août 2002, personne n'est propriétaire de plus de 10 % du Groupe TSX Inc.[132], qui appartient à quatre-vingt-dix firmes de courtage[133]. Après l'émission initiale du Groupe TSX, le Groupe TSX inc. possède quatre filiales d'exploitation soit : TSX Inc., la Bourse de croissance TSX inc., Marchés boursiers TSX (négociations) et TSX Datalink (données). TSX Inc. détient en outre 18 % de CDS (Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée), 50 % des actions de RS Inc. et une participation de 40 % dans Candeal.ca Inc.

5.2.3 Les chambres de compensation

La CDS est l'unique entité canadienne offrant des services de dépôt et de compensation de valeurs mobilières autres que les produits dérivés[134]. La CDS est une société privée, propriété des grandes banques canadiennes, de l'Accovam et du TSX inc.[135]. Organisme pan canadien de dépôt, de compensation et de règlement de valeurs, la CDS offre des services de compensation électroniques qui permettent à ses participants de déclarer, de confirmer et de régler des opérations sur titres. L'institution est réglementée au niveau fédéral par la Banque du Canada, en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Au niveau provincial, les activités de la CDS sont régies par les commissions de valeurs de l'Ontario et du Québec[136].

La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CCCPD), société privée à but lucratif[137], émet des options, des contrats à terme et des options sur contrats à terme portant sur des taux d'intérêt et sur des actions et en effectue la compensation. Ces contrats sont transigés à la Bourse de Montréal. Depuis début

---

[131] Un premier transfert de certaines catégories de titres de petite capitalisation avait eu lieu en novembre 1999. Les titres de grande capitalisation ont été transférés au TSE le 6 décembre 1999.
[132] Prospectus d'émission du Groupe TSX inc., p. 48.
[133] http://www.ledevoir.com/2002/09/12/8967.html.
[134] http://www.banqueducanada.ca/fr/paiement/other-f.html.
[135] La Bourse de Montréal a transféré à la Bourse de Toronto les actions qu'elle détenait dans CDS, conformément au protocole d'entente du 15 mars 1999 entre les Bourses.
[136] La CDS collabore également, le cas échéant, avec les Commissions des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Colombie-Britannique.
[137] La CCCPD existe depuis 1975, mais n'est une société privée que depuis début 2001 http://www.cdcc.ca/accueil_fr.php/.

1999, la CCCPD dispense des services de compensation, de règlement et d'administration à la *Winnipeg Commodity Exchange* et à la *WCE Clearing Corporation*. La CCCPD est reconnue comme un organisme autoréglementé au Québec. Elle relève de la supervision conjointe de la Commission des valeurs mobilières du Québec et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. En vertu d'une entente entre les Bourses, tous les produits dérivés sur taux d'intérêt et sur actions cotés sont négociés à la Bourse de Montréal. La Bourse de Montréal Inc. est maintenant l'unique propriétaire des actions de la CCCPD[138].

5.2.4 Les systèmes de négociation parallèles au Canada

Suivant certains intervenants, la Bourse de Toronto a longtemps craint la concurrence des systèmes de négociations parallèles (SNP), et est parvenue à freiner leur introduction au Canada. Comme l'écrit le *Teachers Pension Board Plan* dans son avis aux ACVM relatif aux SNP le 24 novembre 1999 :

> *We expect the Toronto Stock Exchange (TSE) to propose that they be the consolidator and regulator of ATS. The fear we have with this proposal, is that the TSE has resisted change and been steadfast in its opposition to ATS and Crossing Networks (...). If Canada is to regain some of the trading volume that is has lost to the U.S. we will need flexibility and innovativeness. The TSE has rarely shown these attributes.*

Durant l'automne 2001, les commissions des valeurs canadiennes adoptent finalement des normes nationales sur les SNP[139]. La norme canadienne 21-101 définit le système de négociation parallèle comme une Bourse sans les fonctions d'autoréglementation et d'inscription à la cote, ce qui permet une diminution importante des coûts fixes de transaction. Les SNP sont les équivalents canadiens des *Electronic Crossing Networks* américains. Suite à cette réforme législative, trois systèmes de négociation parallèles portant sur les transactions de titres à revenus fixes[140] voient le jour au Canada, soit Bloomberg Tradebook Company Canada, CollectiveBid System Inc.[141] et Candeal.ca Inc[142]. Bloomberg Tradebook Company Canada est une filiale à part entière de la société Bloomberg Canada LLC. CollectiveBid System Inc. est une entreprise privée fondée en 1999 à Toronto. Elle

---

[138] Le Conseil d'administration de la CCCPD comprend le président de Bourse de Montréal Inc., un représentant d'une société membre, un administrateur public et le premier vice-président et chef de la compensation de la CCCPD.

[139] Les normes Canadiennes 21-101 « Le fonctionnement des marchés » et 23-101 « Les règles de négociation » instituent un cadre réglementaire applicable à tous les marchés canadiens, Bourses et SNP.

[140] Plusieurs SNP tels qu'Instinet Canada Inc. ou Versus Technologies Inc., associé à E-Trade, opèrent dans le domaine des titres à revenu variable.

[141] http://www.collectivebid.com/.

[142] http://www.candeal.ca/fr_h/index.asp.

offre des services à Merrill Lynch, JP Morgan Securities Canada, Laurentian Bank Securities et HSBC Bank Canada. Candeal.ca Inc. combine les soumissions et les mises à jour des cours offerts par six des courtiers les plus importants sur un écran exécutable rassemblant les meilleurs cours en temps réel, ce qui permet aux clients institutionnels d'accéder à un marché plus liquide et plus transparent. Candeal.ca Inc. est la propriété du groupe TSE et des courtiers[143]. Malgré l'adoption d'un cadre réglementaire permettant leur implantation au Canada, les conditions de marché n'ont pas été propices à l'arrivée des SNP sur le marché canadien. Tant le nombre que le volume de leurs transactions est demeuré modeste.

5.3 Monopole réglementaire et concurrence des marchés au Canada

Les commissions provinciales de réglementation des valeurs mobilières délèguent une partie de leurs pouvoirs aux organismes d'autoréglementation. Ceux-ci réglementent leurs membres et surveillent l'intermédiation sur le marché canadien. Les Bourses canadiennes sont autoréglementées en termes de membres et en termes de marché. La réglementation des membres consiste à inscrire les représentants des participants, à s'assurer que les participants et leurs représentants respectent des normes professionnelles de qualification, de capital minimal, d'organisation interne, et de gestion des plaintes des clients. La réglementation des marchés régit l'activité des participants[144].

La disparition des Bourses de l'Ouest et la redéfinition du rôle de la Bourse de Montréal ont profondément modifié cette situation traditionnelle. L'autoréglementation des membres est devenue l'apanage de l'Accovam[145] et celle des marchés relève actuellement de RS Inc., propriété de l'Accovam et de TSX Inc.[146]. L'autoréglementation qui relevait, antérieurement, de chacune des Bourses canadiennes relève maintenant, à quelques nuances près, d'une institution unique.

5.3.1 La réglementation des marchés

Pour que les SNP, encadrés par deux normes en décembre 2001, puissent fonctionner, il fallait créer une nouvelle génération d'organismes d'autoréglementation. Ces fournisseurs de services de réglementation, reconnus par les autorités en valeurs mobilières, surveillent les marchés et peuvent imposer des mesures disciplinaires. Chaque SNP doit être régi par un fournisseur de services de réglementation, qui est « un organisme reconnu et supervisé par les commissions de valeurs mobilières pour

---

[143] BMO Nesbitt Burns, Basis100 Inc, CIBC World Markets. Inc, MoneyLine Telerate, National Bank Financial Inc, RBC Dominion, Securities Inc, Scotia Capital Inc and TD Securities Inc http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=6110.

[144] Les transactions au comptoir relèvent de la réglementation des membres.

[145] Sauf au Québec, où la Bourse de Montréal réglemente les courtiers.

[146] La Bourse de Montréal n'est pas couverte par RS Inc.

offrir des services de réglementation aux places de marché, Bourses ou SNP, qui établissent une entente contractuelle à cet effet »[147].

TSX Inc. a donc filialisé sa division de réglementation, qui est devenue RS Inc. Celle-ci a été reconnue comme un OAR par les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de l'Alberta, du Manitoba et de la Colombie-Britannique.

RS Inc. fournit des services de réglementation à TSX Inc. et à la Bourse de croissance TSX Inc. La mission réglementaire de RS Inc. consiste « à élaborer, à administrer et à appliquer d'une manière impartiale, rentable et responsable, et avec un souci du service, les règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) et d'autres exigences du marché relatives à la négociation de titres sur le marché canadien des valeurs mobilières[148] ». RS Inc. gère les exigences en matière d'exercice des activités et de négociation sur les Bourses et exerce une surveillance de la conformité des membres à ces exigences. Le seul autre organisme d'autoréglementation en termes de marché est la Bourse de Montréal[149].

RS Inc. est détenu à 50 % par TSX Inc. et à 50 % par l'Accovam[150]. Le conseil d'administration actuel de RS Inc. comprend onze administrateurs, soit cinq nommés par les deux actionnaires, cinq indépendants (dont au moins un représentant d'un SNP) et le président. RS Inc. est une société par actions monopolistique, à but non lucratif, et « indépendante » de ses deux actionnaires. Lorsqu'un SNP veut s'établir, il doit faire affaire avec RS Inc. ou une Bourse, cette dernière option étant peu vraisemblable puisque le SNP concurrence la Bourse. RS Inc. est devenue de facto un monopole en matière d'autoréglementation des marchés.

5.3.2 La réglementation des membres

Les courtiers faisant des opérations sur titres sur l'une des Bourses doivent être membres d'un organisme d'autoréglementation, qui régit la relation entre le courtier et le client, et pose des règles de déontologie et de capital minimal dans le but de protéger les investisseurs. Au Canada, cette mission d'autoréglementation des membres est assurée par l'Accovam et par la Bourse de Montréal, dont nous examinons successivement l'évolution et le poids relatif.

Le rôle traditionnel de l'Accovam est de représenter l'industrie nationale des valeurs mobilières. À la suite du processus de démutualisation, et de l'abandon par la Bourse

---

[147] Rapport annuel de la CVMQ, 2001-2002, p.19.

[148] Le site de RS Inc. donne accès aux RUIM, voir http://www.regulationservices.com/.

[149] Dans l'industrie des fonds communs de placement, La *Mutual Fund Dealers Association of Canada* est reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation par les Commissions des valeurs mobilières de l'Ontario, de la Colombie-Britannique, de la Saskatchewan et de l'Alberta.

[150] http://www.regulationservices.com/whatsNew/. Il est prévu que tout nouveau marché se voit offrir une participation dans RS Inc.

de Toronto du volet de réglementation des membres en 1996, l'Accovam devient également un OAR.

Sa principale mission est de protéger les investisseurs en favorisant l'intégrité, l'équité, la compétitivité et l'efficacité des marchés de capitaux. La réglementation des membres consiste à[151] :

- Inscrire les membres, au sens propre, ce qui suppose la vérification du respect de normes professionnelles élevées et de qualifications professionnelles minimales;
- Vérifier la conformité financière, c'est-à-dire l'existence d'un capital minimum;
- Vérifier la conformité au chapitre des ventes, sur le plan des procédures de traitement et d'analyse des besoins d'investissement et de la tolérance au risque des clients;
- Gérer les plaintes reçues contre une société membre ou l'un de ses employés inscrits, et imposer une sanction le cas échéant;

Pour faire des affaires au Canada, un courtier doit être membre d'un OAR. L'Accovam est, dans tout le Canada à l'exception du Québec, en situation de monopole puisqu'il est le seul OAR reconnu[152].

Par le biais de l'article 351 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, stipulant que les OAR fonctionnant au moment de l'adoption de la loi peuvent continuer leurs activités (clause grand-père), la CVMQ a permis à l'Accovam d'exercer son activité au Québec. En octobre 2001, la Bourse de Montréal se spécialise dans l'échange des titres dérivés et cette redéfinition de son rôle conduit à la diminution du nombre de ses participants agréés, qui sont à l'heure actuelle 74, dont 17 seulement sont sous sa juridiction de vérification[153]. Or, l'Accovam regroupe aujourd'hui plus de 190 courtiers en valeurs mobilières. L'Accovam est donc, dans les faits, l'unique organisme d'auto réglementation des membres de l'industrie des valeurs mobilières au Canada[154].

---

[151] http://www.ida.ca/About/Roles_fr.asp.

[152] Précisons que les courtiers d'exercice restreint doivent être inscrits au *Mutual Fund Dealers Association of Canada*.

[153] Suite au processus de démutualisation, Bourse de Montréal Inc a obtenu la reconnaissance à titre d'OAR le 24 novembre 2000.

[154] La *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier* (LANESF, L. Q. 2002, c. 45) met en place un nouveau mécanisme d'application générale pour reconnaître un OAR. Les OAR existants vont devoir se faire reconnaître à nouveau comme OAR, dans les six mois de l'entrée en vigueur du nouvel article (voir les dispositions transitoires 740 et 741 de la LANESF).

5.3.3 Qui réglemente?

La présence de nombreux représentants des industries réglementées dans les organismes de réglementation n'est pas anormale. Elle découle de l'asymétrie de l'information entre les organismes et les entreprises réglementées.

Comme l'indiquent Laffont et Tirole (1991), la réponse évidente au problème de la capture réglementaire serait de réduire la part que prennent les représentants du ou des secteurs réglementés dans le processus de réglementation[155]. Il est donc intéressant d'estimer l'importance relative des intervenants des secteurs concernés directement par la réglementation dans la composition des conseils d'administration des organismes de réglementation canadiens. Le tableau 12 présente la composition de ces conseils, établie à partir des rapports annuels et des informations disponibles sur les sites Internet de ces organismes. Vingt-sept pour cent (27 %) des administrateurs d'organismes d'autoréglementation proviennent d'une institution de dépôt ou d'une organisation reliée. Vingt-deux pour cent (22 %) proviennent d'une banque canadienne ou d'une institution reliée. Cinq pour cent (5 %) proviennent d'une institution de dépôt québécoise ou d'une institution reliée. Au total, l'industrie des valeurs mobilières et des institutions bancaires domine les conseils d'administration des OAR canadiens. Les émetteurs détiennent 10 des 124 postes, ce qui représente 8 % du total et les investisseurs que ces organismes ont pour mission de protéger ne sont pas présents. L'industrie des services financiers est donc en mesure d'influencer de façon significative les organismes de réglementation canadiens, dont elle contrôle les conseils d'administration.

[155] Toutefois, Laffont et Tirole (1991) observent que cette réduction peut être sous optimale si elle réduit la connaissance qu'a l'organisme de réglementation du secteur réglementé.

Tableau 12 : Sociogramme des conseils d'administration des organismes d'autoréglementation et autres organismes clés du secteur des valeurs mobilières au Canada

Les organismes étudiés sont : l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (Accovam), l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC), la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitées (CDS), la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CCCPD), l'Association canadienne des marchés des capitaux (ACMC), la Bourse de Montréal, les Services de réglementation du marché inc. (RS Inc.), la Bourse de Toronto (TSX) et la *Mutual Fund Dealers Association* (MFDA).

Organismes d'autoréglementation et autres
Composition des conseils d'administration

	Nombre de personnes siégeant à				
Catégorie de l'employeur	Un conseil	Deux conseils	Trois conseils	Quatre conseils	Nombre d'administrateurs
Assurance	3				3
Avocat	3	1			1
Banque	3	1			4
Banque (courtier filiale d'une)	13	4			17
Banque (fiducie filiale d'une)	2				2
Banque (OPC filiale d'une)	4				4
Banque étrangère (OPC filiale d'une)	1				1
Banque québécoise	1	1			2
Banque québécoise (Courtier filiale d'une)	1				1
Caisse d'épargne	1				1
Caisse d'épargne québécoise	1				1
Caisse d'épargne québécoise (fiducie filiale d'une)	1				1
Caisse d'épargne québécoise (Courtier filiale d'une)	1				1
Capital de risque	2				2
Conseiller	3				3
Consultant	3				3
Courtier	16	1			17
Émetteur	10				10
Fiducie	1				1
Gestionnaire	8				8
Gouvernement du Canada	1				1
Gouvernement du Québec	1				1
Indéterminée	6				6
Média	1				1
OAR	1	1	2	2	6
OAR (lui-même)	2				2
OPC	20	2			22
Université	2				2
Total	109	11	2	2	124

Tableau réalisé à partir de rapports annuels et sites Internet.

5.3.4 Conclusion

Le secteur financier canadien est donc très fortement concentré. Aux 8 000 banques américaines correspondent neuf banques canadiennes. Soixante-dix systèmes de négociations de valeurs opèrent aux États-Unis, appuyés par douze services de compensation. Le Canada n'a plus qu'un groupe boursier, deux agences de compensation, un service de réglementation et quelques SNP, qui sont pour la plupart sous le contrôle direct ou indirect des grandes banques et des courtiers associés. À notre connaissance, aucun pays développé ne présente un tel niveau de concentration bancaire, financier et autoréglementaire. Le volet financier est régi par les commissions de valeurs mobilières provinciales. Les propositions de centralisation des responsabilités de la réglementation des valeurs mobilières conduiraient à laisser, face à cet ensemble, une seule commission des valeurs mobilières.

5.4 Constats et implications

L'analyse des situations canadiennes et américaines de la réglementation des valeurs mobilières conduit à trois constats importants en termes de politiques publiques au Canada. En premier lieu, le cadre réglementaire américain est complexe, n'a pas prouvé son efficacité et n'est pas transposable au Canada. En second lieu, les structures des industries réglementées dans les deux pays sont totalement différentes. Finalement, les risques d'influence importante de l'industrie sur le cadre réglementaire ou même de capture réglementaire sont élevés au Canada.

Nous avons mis en évidence les différences fondamentales qui existent entre les organisations des marchés et de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et aux États-Unis. Les marchés bancaires et des valeurs mobilières américains comportent un très grand nombre d'intervenants, qui se livrent une forte concurrence. La situation est totalement différente au Canada, où l'activité est très fortement concentrée. La réponse réglementaire doit tenir compte de cette différence majeure.

Les États-Unis vivent une situation de concurrence réglementaire dans le domaine des lois des sociétés. Dans le secteur bancaire, un système dual a été mis en place, qui permet également une certaine forme de concurrence. La réglementation des valeurs mobilières est segmentée, les petites émissions étant régies localement. La transposition du système réglementaire américain au Canada est donc difficilement concevable. Sur la base de la norme établie au niveau des produits bruts d'émission, une SEC canadienne serait responsable de moins de dix pour cent des émissions initiales.

Dans le domaine des valeurs mobilières, en particulier, les États-Unis sont réputés avoir une réglementation lourde, exigeante et coûteuse. Cette réglementation s'applique, en matière de valeurs mobilières, à un univers d'entreprises bien différent

de celui du Canada. La SEC est jugée comme étant peu efficace, lente et en manque de ressources. Les États-Unis ne sont donc pas un modèle de centralisation réglementaire dans les divers domaines liés au secteur financier. La centralisation nuirait par ailleurs à la capacité d'adaptation du système réglementaire. La centralisation, notamment en matière de poursuite dans le domaine des valeurs mobilières, est vivement dénoncée et parfois liée à la série de scandales boursiers.

La centralisation voulue par le gouvernement américain n'a pas apporté une uniformisation parfaite et les lois et règlements sont appliqués de façons diverses. Pour plusieurs auteurs, la limitation du droit de poursuite par les États au profit des seules instances nationales a eu des effets fortement négatifs.

Le principal argument qui s'oppose à l'adoption au Canada d'un cadre réglementaire calqué sur celui des États-Unis tient toutefois à la structure des industries réglementées. Le secteur financier canadien est déjà extrêmement concentré et cette tendance se poursuit. Les pressions sont fortes pour autoriser la fusion des quelques banques existantes, et les fusions se multiplient dans le champ connexe de l'assurance. Les Bourses ont été regroupées et l'association des courtiers joue un rôle très important à différents niveaux, dont celui de la réglementation. Les représentants de l'industrie financière constituent la majorité des membres des OAR et des institutions clés du secteur financier. Il semble que le seul élément de concurrence qui demeure dans l'ensemble du système financier canadien soit de nature réglementaire et découle de la responsabilité provinciale en matière de valeurs mobilières. La proposition de commission unique conduirait à réglementer un oligopole par un monopole réglementaire dans un secteur où l'industrie domine déjà les organismes de réglementation. À moins de défendre que la théorie de la capture des organismes de réglementation ne s'applique pas au Canada, l'élimination éventuelle du seul élément de concurrence doit donc être envisagée avec la plus extrême prudence.

Comme le signalait déjà Coleman en 1992, un modèle semblable sous certains aspects à celui retenu par la Communauté européenne pourrait, en instaurant la reconnaissance mutuelle, améliorer le système actuel tout en préservant un certain niveau de concurrence réglementaire qui semble essentiel, compte tenu de la concentration des institutions et des marchés.

6E PARTIE

6- ÉVOLUTION DU MARCHÉ CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES : CONSTATS ET DÉFIS

Dans sa lettre au Vice-Premier ministre et ministre des Finances du Canada, MacKay (2002) écrit : *des marchés financiers dynamiques et équitables et leurs composantes clés, y compris l'appareil de réglementation des valeurs mobilières, sont essentiels à la bonne santé de l'économie canadienne et à la réussite des entreprises.* Le développement d'un marché d'actions dynamique, liquide et efficient est, en effet, une condition importante du développement économique d'un pays[156]. Il permet aux entreprises de se financer au plus bas coût possible, améliorant ainsi leur compétitivité. Au Canada, le marché boursier a subi d'importants bouleversements et, selon les promoteurs de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières, la décentralisation de la réglementation et les multiples commissions des valeurs nuiraient à son développement. MacKay établit un lien direct entre la situation réglementaire et la compétitivité du marché des valeurs mobilières au Canada. Cependant, il existe relativement peu d'évidence empirique et, comme l'observe Harris (2002): *the debate in Canada typically has not been informed by robust empirical analysis and suffers from a lack of empirical data on the central issues in respect of Canadian securities regulation.* D'ailleurs, plusieurs auteurs ont une vision relativement optimiste du marché canadien. Boisvert et Gaa (2002) mentionnent : *in Canada, the number of shares on the Toronto Stock Exchange has doubled in the last five years, while the dollar value of trading has increased three-fold.* Jenkinson et Ljungqvist (2001) situent le Canada parmi les pays où la croissance des inscriptions en Bourse a été la plus forte, de 1981 à 1998, loin devant les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni.

Cette vision relativement optimiste s'oppose aux énoncés alarmistes voulant que le marché boursier canadien soit lourdement pénalisé par sa structure réglementaire. Une analyse de l'évolution de ce marché s'impose donc.

L'objectif de la présente étude est de contribuer à une meilleure connaissance de la réalité et des enjeux des marchés de valeurs mobilières au Canada. Nous cherchons, en premier lieu, à caractériser l'évolution du marché canadien des valeurs mobilières depuis 1990. Curieusement, il s'agit d'une opération difficile puisque les données disponibles sont généralement incomplètes ou discordantes. Elles sont aussi faussées par l'opération de restructuration des Bourses de 1999. Cette caractérisation se fera suivant les principales dimensions qui permettent de décrire un marché boursier et son évolution, et en utilisant les principaux marchés des pays de l'OCDE comme

[156] Il s'agit de la vision classique, telle que l'expriment, par exemple, Bekaert et Harvey (1998), en relation avec les économies en développement. Compte tenu de l'intégration grandissante des marchés et des possibilités de financement sur les marchés étrangers, il n'est pas certain que cet argument soit encore aussi important dans les économies développées des années 2000.

point de référence. Dans une seconde étape, nous analysons la position concurrentielle du marché canadien à partir de l'évolution des transactions portant sur les titres intercotés. Finalement, nous relevons les facteurs connus pour aider ou au contraire limiter le développement des marchés modernes et tentons de déterminer l'importance de ces facteurs au Canada. En particulier, nous essayons de déterminer dans quelle mesure des éléments de nature réglementaire peuvent intervenir à ce niveau. Nous évoquons, en conclusion, les défis réels que doit relever un marché très fortement soumis à la concurrence américaine et que tendent à occulter les débats uniquement axés vers la structure de la réglementation.

6.1 Le développement du marché canadien

6.1.1 Mesures de développement d'un marché boursier

Le nombre de sociétés ou de titres inscrits, la capitalisation totale ou le volume de transactions sont des indicateurs classiques du niveau de développement d'un marché boursier. Chacune de ces variables ne capture cependant qu'une seule dimension d'une réalité complexe : le nombre de titres peut cacher des différences de tailles considérables, alors que la capitalisation donne peu de renseignements si les titres sont rarement transigés. Par ailleurs, l'évolution de ces différentes quantités au cours d'une période donnée fournit davantage d'informations que le niveau, surtout lorsque cette évolution est comparée à celle d'autres marchés.

Enfin, en raison de la mondialisation des échanges, la capacité d'un marché d'attirer des sociétés déjà inscrites ailleurs et de préserver les transactions portant sur les titres domestiques est devenue un facteur important. Nous retenons donc trois ensembles d'indicateurs soit 1) les niveaux de capitalisation, volume de transaction et nombre de sociétés inscrites, 2) l'évolution de ces niveaux au cours des années 1990 à 2002 et 3) l'évolution et l'importance des transactions au Canada des titres de sociétés étrangères et à l'étranger des titres canadiens intercotés.

Chacune des mesures de taille du marché doit faire l'objet d'analyses et d'ajustements. Le nombre de sociétés inscrites doit être associé à la détection des sociétés inactives et à l'étude de la distribution des tailles des entreprises, en raison notamment de l'existence du programme de sociétés de capital de démarrage (SCD), qui permet des émissions initiales de 500 000 $ et moins, minuscules en regard des normes internationales. La capitalisation totale est un indicateur qui souffre également de lacunes de plusieurs ordres. En effet, sa variation peut avoir deux origines. Elle peut être liée à l'accroissement du capital émis par émissions initiales ou secondaires, net des rachats d'actions. Il s'agit d'un indicateur important, souvent occulté par l'effet des variations de l'indice boursier, qui est le second facteur explicatif de la variation. Les montants de capitalisation diffusés par les Bourses cumulent donc deux effets qu'il est crucial de distinguer. Le volume de transactions est également un indicateur important, mais il faudra ici encore distinguer l'effet de la

variation de l'indice de celui de l'augmentation réelle de l'activité. Comme dans le cas de la capitalisation, la variation canadienne sera comparée à celle des autres pays développés.

La plupart des données disponibles pour le Canada, qui proviennent essentiellement des Bourses, sont sujettes à plusieurs problèmes qu'il convient de traiter :

- Les entreprises inactives : peu nombreuses sur la plupart des marchés, elles représentent plus de 20 % des entreprises répertoriées au Canada;

- Les sociétés étrangères, dont la capitalisation est énorme par rapport à la taille du marché canadien, étaient prises en compte dans la capitalisation de plusieurs Bourses. Plusieurs ont disparu des listes, et donc du calcul de la capitalisation totale, sans mention particulière, au cours des années 90. C'est le cas d'IBM, qui disparaît de la liste des titres inscrits au Canada en 1995. Le TSX revendique une capitalisation totale de 1 300 milliards de $ en 2001, mais 264 milliards sont associés à des titres étrangers qui ne sont pratiquement pas échangés sur ce marché;

- Les titres transigés sur plusieurs Bourses, dont la plupart des banques, entraient dans la capitalisation de chacune des Bourses jusqu'au regroupement de 1999. Il est incorrect de calculer la capitalisation canadienne totale en sommant les capitalisations des quatre Bourses qui étaient actives avant la restructuration. La restructuration provoque donc une baisse apparente de la capitalisation et du nombre d'entreprises, qui n'est qu'un retour à la situation normale;

- La capitalisation des titres à revenu fixe. Le CDNX rapporte dans sa capitalisation un montant important au titre de la capitalisation des titres de dettes[157];

- Les titres intercotés aux États-Unis : plusieurs titres canadiens sont presque exclusivement échangés aux États-Unis.

Par ailleurs, la restructuration des Bourses canadiennes influence fortement les données et leur évolution. Les Bourses de l'Alberta et de Vancouver fusionnent en 1999, bientôt rejointes par la Bourse de Winnipeg (2000), pour former le CDNX[158], qui constitue alors la Bourse canadienne des titres de croissance. En mai 2001, le CDNX devient une filiale opérant séparément mais propriété du TSE, dont il utilise bientôt l'infrastructure. En octobre 2001, les titres de petite capitalisation de la

[157] CDNX Monthly Review, December 2000, p. 5.

[158] Voir Boisvert et Gaa (2002) pour une analyse des motifs, conséquences et modalités de cette restructuration.

Bourse de Montréal sont transférés au CDNX, qui ouvre un bureau à Montréal[159], et la Bourse de Montréal se spécialise dans l'échange des titres dérivés. Il est donc difficile de disposer d'une image claire de l'évolution du marché canadien des valeurs mobilières. Une telle image est cependant nécessaire pour évaluer et orienter les politiques publiques dans ce secteur stratégique de l'économie.

6.1.2 Nombre et caractéristiques des sociétés publiques

L'évolution globale du nombre de titres officiellement inscrits au Canada est fortement influencée par la restructuration des Bourses. En outre, le marché canadien est composé de nombreuses petites entreprises à taux de mortalité élevé, ce qui en fait un marché atypique par rapport au profil type des marchés des pays dits développés.

6.1.2.1 Un marché de très petites capitalisations

Le tableau 13 présente une répartition des sociétés inscrites au Canada, suivant la valeur nette comptable mesurée en 2001[160]. Environ 21 % des sociétés canadiennes inscrites en Bourse en 2002 sont inactives. Ces sociétés ne rapportent aucun actif ou encore ne transmettent plus d'information qui soit incorporée à SEDAR. Les sociétés cotées sont, en majorité, de très petites tailles : 67 % des sociétés actives ont un avoir des actionnaires inférieur à 10 millions $. Plus de 70 % des entreprises dont la valeur nette est inférieure à 10 millions $ sont originaires de la Colombie-Britannique ou de l'Alberta. Enfin, sur la base du seul critère de l'avoir des actionnaires, un maximum de 415 entreprises pourraient être cotées sur le NYSE, et approximativement 590 pourraient accéder au Nasdaq[161].

L'importance relative des titres de faible capitalisation doit être prise en considération lors de l'étude des modes d'organisation et de réglementation des marchés. Les titres de faible capitalisation sont en général rarement échangés, ce qui crée des problèmes de liquidité. La faible liquidité induit des coûts de transaction élevés et, pour plusieurs auteurs, serait inversement liée à la prime de risque du marché[162]. Les deux facteurs influencent directement le coût du capital des entreprises. Par ailleurs, la taille réduite de très nombreux émetteurs appelle une réglementation plus souple et plus légère.

---

[159] Le transfert porte sur 108 sociétés. Un premier transfert de certaines catégories de titres de petite capitalisation avait eu lieu en novembre 1999. Les titres de grande capitalisation ont été transférés le 6 décembre 1999. http://www.newswire.ca/releases/September2001/27/c1721.html.

[160] La capitalisation ne pouvant être calculée pour près de 25 % des titres, qui ne sont pas régulièrement échangés ou sont suspendus, les valeurs comptables ont été utilisées.

[161] En retenant une capitalisation équivalente à l'avoir, le seuil de maintien à la cote du Nasdaq est de 50 millions $ US soit 75 millions $ canadiens environ et celui du NYSE est de 100 millions $ US soit 155 millions $ canadiens. Les titres devraient cependant respecter les autres critères relatifs à l'actionnariat et au bénéfice.

[162] Voir Swan (2002) pour une analyse de cette relation et une revue des différents travaux sur ce sujet.

Tableau 13 : Distribution de l'avoir des actionnaires des sociétés cotées sur le marché canadien fin novembre 2002

Province d'incorporation	En millions $					Total des opérantes	Non opérantes	Total
	< 10	>=10 et <50	>= 50 et < 100	>= 100 et < 1000	>= 1000			
Colombie-Britannique	965	104	30	44	32	1175	222	1397
Alberta	569	123	36	53	21	802	270	1072
Ontario	327	142	64	130	28	691	177	868
Québec	150	61	22	52	19	304	54	358
Yukon	75	13	5	1		94	30	124
Étranger	45	11	3	13	8	80	92	172
Manitoba	17	3	1	7	5	33	12	45
Nouvelle-Écosse	6	6	3	4	5	24	14	38
Nouveau-Brunswick	9	6	2		3	20	5	25
Saskatchewan	7	5		2	2	16	3	19
Terre-Neuve	2			6		8		8
Territoires du Nord-Ouest	3					3		3
Île-du-Prince-Édouard	1		1			2		2
Total	2176	474	167	312	123	3252	879	4131

Source : *Cancorp Financials*. La place d'incorporation des sociétés à charte canadienne a été estimée à partir de la ville du siège social. Une société non opérante est une société qui ne rapporte aucun actif ou qui n'a pas déposé d'états financiers après 2000.

Au cours de la période précédant la restructuration des Bourses, le nombre de sociétés inscrites en Alberta augmente régulièrement de 1990 (742) à 1998 (1 035), surtout en raison du programme de Société de capital de démarrage, soit une croissance globale de 39,5 % (Tableau 14). À Vancouver, la situation est inverse : le nombre d'inscriptions passe de 2 104 à 1 384, soit une baisse de 34 %. La Bourse de Montréal connaît une décroissance moindre (11,9 %), passant de 657 en 1990 à 579 en 1998. La Bourse de Toronto, par contre, affiche une croissance régulière, et le nombre de sociétés inscrites progresse de 20 % (de 1 193 à 1 433). Globalement, toutes Bourses confondues, le nombre d'entreprises inscrites sur une place de marché canadienne passe de 4 696 en 1990 à 4 431 en 1998, soit une baisse de 5,6 %, qui semble surtout liée à la disparition de nombreuses entreprises de Colombie-Britannique.

6.1.2.2 Les perturbations de la restructuration

Le 22 novembre 1999, le transfert de la négociation de certaines catégories d'actions de sociétés à petite capitalisation de la Bourse de Montréal vers le CDNX est

effectué[163]. Le 6 décembre, 56 sociétés (64 titres) à grande capitalisation de la Bourse de Montréal sont transférées vers la Bourse de Toronto et les titres intercotés ne sont plus échangés que sur le TSE. Le nombre de sociétés inscrites à Montréal passe de 532 au 30 novembre 1999 (759 titres) à 129 au 31 décembre 1999 (140 titres), soit une diminution de 403 sociétés inscrites (619 titres). Le transfert porte sur plus de 1 000 milliards $[164] de capitalisation; toutefois, il s'agit essentiellement de titres déjà échangés à Toronto et le transfert a peu d'effet sur la capitalisation de cette Bourse[165]. L'opération de transfert semble être l'occasion de délister environ 400 titres qui ne respectaient probablement pas les critères de l'une ou l'autre des deux Bourses d'accueil.[166] En octobre 2001, tous les titres de petites capitalisations restants sont transférés de la Bourse de Montréal vers le CDNX. Ces opérations rendent difficile le suivi de l'évolution du marché.

6.1.2.3 Création et disparition des sociétés inscrites

Au cours de la période étudiée, le nombre de sociétés inscrites diminue globalement de 808, passant de 4 696 à 3 888. Or, on dénombre, entre 1991 et 2000, 1 891 premiers appels publics à l'épargne de sociétés autres que des fonds communs de placement, fiducies ou sociétés en commandites, dont 1 217 émissions lèvent des montants inférieurs à 1 million $, principalement dans le cadre du programme de Société de capital de démarrage (868 émissions). La diminution nette du nombre d'entreprises traduit donc une « mortalité » importante, qui peut provenir d'opérations de fusion, de reprivatisation ou de radiation[167].

Le marché canadien se caractérise donc par la présence de très nombreuses nouvelles entreprises (en moyenne 189 PAPE par année), généralement de petite taille, mais également par une importante mortalité des sociétés inscrites. Les émissions initiales canadiennes sont donc plus nombreuses, mais leurs produits bruts sont moindres que dans les autres pays : on dénombre en moyenne 189 PAPE par année au Canada contre 47 en France, 80 au Royaume-Uni et 43 en Allemagne selon Ljungqvist et

---

[163] Rapport annuel de la Bourse de Montréal, 1999, p.12. Il reste 532 sociétés inscrites à Montréal au 30 novembre 1999, contre 579 au 31 décembre 1998, et 47 titres auraient donc été transférés. Au total, 1 384 sociétés de Vancouver, 1 035 de l'Alberta et 47 de Montréal, soit 2 466 sociétés auraient donc été transférées. Le CDNX rapporte 2 358 sociétés. Les 108 titres disparus ne satisfaisaient probablement pas aux critères d'inscription au CDNX.

[164] Estimé à partir de la différence de capitalisation boursière au 30 novembre 1999 (1 005,873 milliards $) et au 31 décembre 1999 (0,684 milliard $), d'après le rapport annuel de Bourse de Montréal 1999.

[165] On dénombre 91 entreprises inscrites à la fois à la Bourse de Montréal et de Toronto, dont trois inscrites également à Vancouver. Une compagnie est inscrite à Toronto et à Vancouver. Aucune des entreprises intercotées étrangères n'est inscrite sur plus d'une Bourse canadienne.

[166] On devrait observer une croissance du nombre de titres de 403 sur la Bourse de Toronto (plus les entreprises transférées de Vancouver et de l'Alberta vers Toronto), mais l'augmentation n'est que de 23 titres de 1998 à 1999.

[167] Pour le mois de décembre 1998 uniquement, on dénombre 25 délistages à la Bourse de Toronto (TSE Review, December 1998), et quatre à Montréal.

Wilhelm (2002)[168]. En moyenne, les émissions initiales permettent de lever 131 millions $ en Allemagne, 74 millions en France et 93 millions au Royaume- Uni. Au Canada, le montant moyen initialement levé au moyen d'un PAPE est de 31 millions $ si l'on exclut les PAPE du programme de Société de capital de démarrage, de 17 millions $ si on retient toutes les émissions, mais se situe toutefois près de 2,5 millions $ si l'on omet les cinq privatisations et les cinq démutualisations qui ont levé le tiers du produit brut total de la période.

Tableau 14 : Distribution annuelle du nombre de sociétés inscrites sur les marchés boursiers de l'Alberta, Vancouver, Montréal, Toronto et du CDNX entre 1990 et 2001

Année	Vancouver	Alberta	Montréal	Toronto	CDNX	Total
1990	2104	742	657	1193		4696
1991	1905	690	609	1138		4342
1992	1738	614	584	1119		4055
1993	1642	672	573	1193		4080
1994	1599	755	575	1251		4180
1995	1515	797	558	1258		4128
1996	1495	874	555	1323		4247
1997	1429	999	577	1420		4425
1998	1384	1035	579	1433		4431
1999			129	1456	2358	3943
2000			128	1398	2598	4124
2001			118	1316	2688	4122
2002			80	1304	2504	3888

Sources : Bourse de Montréal : Rapport d'activité au 31 décembre 2002, http://www.m-x.ca/f_stat_fr/0212_stats_fr.pdf, Revue mensuelle, 1999-2001; Statistiques, Recherche et information sur le marché (1991), Statistiques, faits saillants: Négociations, inscriptions, membres (1992, 1993); Revue boursière et répertoire des sociétés (1994, 1995, 1996, 1997 et 1998). Toronto Stock Exchange Review, Alberta Stock Exchange Review, Vancouver Stock Exchange Review, et CDNX monthly Review. ftp://ftp.cdnx.com/Publications/CDNXReviews/.

6.1.2.4 Le Canada et les autres pays

Les États-Unis représentent la première place boursière au monde, avec plus de 7 500 compagnies inscrites en Bourse en 2000 (tableau 15). Le Canada se positionne en seconde place si l'on retient les données de S&P, pour une variation du nombre de compagnies inscrites très importante de 1990 à 2000 (le nombre triple), par rapport à l'Allemagne (dont le nombre double) ou à la France (croissance de 40 %). Cette forte croissance canadienne est cependant due à une base de mesure différente ; S&P retient en effet uniquement les entreprises inscrites à la Bourse de Toronto en 1990,

[168] Les auteurs recensent également 4541 PAPE aux États-Unis, soit 412 par année, pour un montant moyen de 93 millions $ environ.

mais inclut celles du CDNX en 2000. Si l'on retient les données fournies par la Bourse de Toronto sur toute la période (volet B du tableau 15), la variation du nombre d'entreprises inscrites est de 12,49 % seulement, lorsqu'on corrige pour les 56 sociétés transférées de Montréal à Toronto. Cette évolution est semblable à celle des États-Unis et du Royaume-Uni.

Tableau 15 : Distribution du rang des pays de l'échantillon selon le nombre de compagnies inscrites à la fin de l'année 1990 et 2000 et distribution du nombre de compagnies inscrites à la fin de 1990 et de 2000

Volet A Distribution initiale

	2000		1990		Variation
	Rang	Nombre	Rang	Nombre	en %
États-Unis	1	7 524	1	6 599	14
Canada	2	3 977	4	1 144	248
Japon	3	2 561	2	2 071	23,7
Royaume-Uni	4	1 904	3	1 701	11,93
Allemagne	5	1 022	7	413	147
France	7	808	5	578	39,8

Volet B Distribution corrigée pour tenir compte de la restructuration des Bourses

	2000		1990		Variation
	Rang	Nombre	Rang	Nombre	en %
États-Unis	1	7 524	1	6 599	14
Japon	2	2 561	2	2 071	23,7
Royaume-Uni	3	1 904	3	1 701	11,93
Canada TSE	4	1 398	4	1 193	17,18 (12,49)
Allemagne	5	1 022	8	413	147
France	7	808	6	578	39,8

Sources: Standard & Poors, Emerging Stock Market Fact Book, New-York, 2000, 2001, et TSE review, 1993 et 2001, Five Year Statistical Summary.

6.2 Évolution de la capitalisation

Le tableau 16 montre l'évolution de la capitalisation sur les marchés canadiens. La capitalisation totale des Bourses de Montréal et Toronto en 1998 est de 1 664,57 milliards $ (830,37 et 834,20 milliards $). À la suite de l'incorporation au TSX des titres jusqu'alors inscrits à Montréal et Vancouver, la capitalisation de Toronto devrait s'établir au 31 décembre 1999, (si l'on omet les nouvelles émissions), à 2 159 milliards, compte tenu de la variation de l'indice boursier SP/TSX de 29,72 %. Or la capitalisation de Toronto s'élève alors à 1 145,30 milliards $.

La différence découle simplement de la fin de la double comptabilisation des titres intercotés. Les données de capitalisation canadienne postérieures à 1999 sont donc les seules à permettre une analyse et des comparaisons.

La figure 1 montre que la croissance cumulée brute de la capitalisation de la Bourse de Toronto est très importante. Cette croissance traduit cependant principalement la variation de l'indice boursier au cours de la période. La croissance réelle de la capitalisation boursière canadienne, corrigée pour les fluctuations de l'indice n'est que de 4,2 % par année et elle passe à 4 %, lorsqu'on annule la croissance provoquée par le regroupement. Cette croissance représente la création nette de capital-actions. Elle correspond pratiquement à la croissance du PIB calculée au cours de cette période par l'OCDE, soit 3,2 % par année.[169]

La croissance réelle de la capitalisation canadienne est donc lente et peu différente de celle de l'économie. Les énoncés qui revendiquent une évolution dynamique des Bourses canadiennes méritent donc de sérieuses réserves, d'autant que les données de capitalisation ne sont pas systématiquement liées aux données qui décrivent l'activité, en raison du phénomène de l'intercotation. Par ailleurs, l'évolution du marché canadien doit être rapprochée de celle des principaux marchés développés. Ceux-ci ont connu une forte progression durant la dernière décennie. En termes de capitalisation boursière, le Canada se situe parmi les six premiers pays entre 1990 et 2000 (tableau 17), et nous avons retenu ces cinq autres pays comme base de comparaison.

[169] http://www1.oecd.org/publications/e-book/0102071E.PDF.

Tableau 16 : Évolution de la capitalisation boursière des marchés canadiens entre 1990 et 2002. Les montants sont exprimés en milliards $ canadiens et mesurés le 31 décembre de chaque année

Vancouver		Montréal			Toronto			CDNX
	Total	Total	Entreprises Canadiennes	Entreprises canadiennes non-intercotées[2]	Total	Entreprises canadiennes	Entreprises canadiennes (données corrigées)[3]	Total
1990	2,95	373,04	251,83	44,37	703,30	280,70	280,70	
1991	3,59	395,10	278,32	57,18	703,50	308,00	308,00	
1992	4,13	367,29	272,69	37,91	703,10	308,90	308,90	
1993	7,32	495,71	356,17	26,17	862,10	432,30	432,30	
1994	6,24	448,40	365,89	12,69	803,70	441,90	441,90	
1995	7,29	502,07	417,27	19,21	978,70	499,70	499,70	
1996	14,71	638,98	539,64	17,46	1 176,70	666,50	666,50	
1997	9,47	750,85	636,44	16,74	1 270,30	812,30	812,30	
1998	6,83	910,03	830,37	198,88[4]	1 350,30	834,20	834,20	
1999	6,74	0,68			1 498,20	1 145,30	1 142,75	16,65[1]
2000		1,09			1 433,90	1 156,70	1 154,04	14,87
2001					1 246,70	982,10	978,75	10,59
2002					909,02	897,90	897,90	11,12

Sources : Statistiques, recherche et information sur le marché, Bourse de Montréal (1990 et 1991), Statistiques, faits saillants: Négociations, inscriptions, membres, Bourse de Montréal (1992 et 1993), Revue boursière et répertoire des sociétés, Bourse de Montréal (1994 à 1998), Revue mensuelle de la Bourse de Montréal (1999 à 2001), Toronto stock exchange review, Alberta stock exchange review et Vancouver stock exchange review, et CDNX monthly review (ftp://ftp.cdnx.com/Publications/CDNXReviews/).

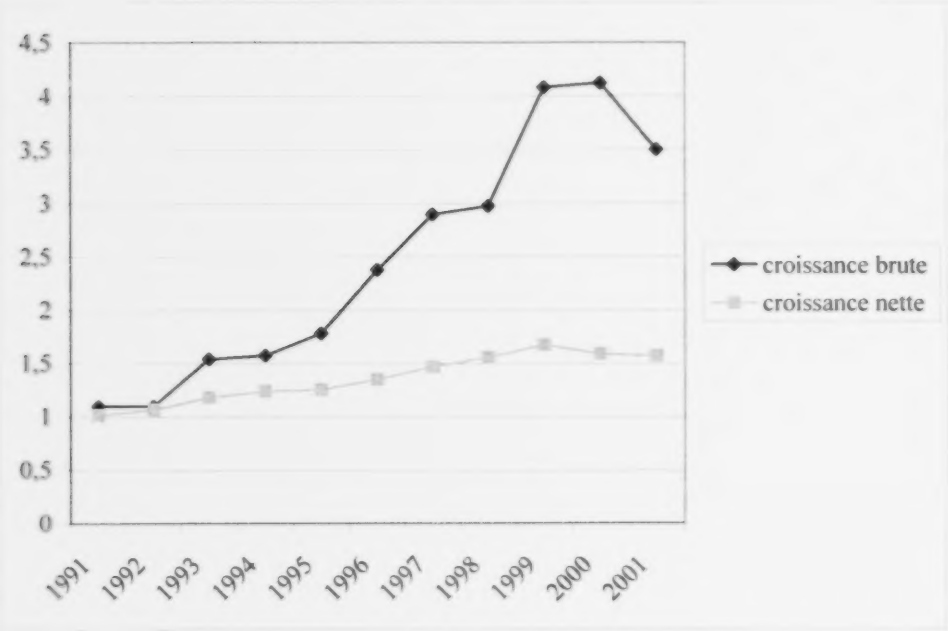
[1]La capitalisation du CDNX exclut la capitalisation des entreprises intercotées sur une autre Bourse canadienne, mais elle inclut la capitalisation des titres de dettes. Pour 2000 et 2001, le tableau rapporte la capitalisation rectifiée. Respectivement sur 107 et 137 milliards $ de capitalisation rapportée pour 2000 et 2001, 14,87 et 10,59 milliards $ seulement correspondent à la capitalisation des actions. Pour 1999, l'information est indisponible.

[2]Pour éliminer l'effet de double comptage de l'intercotation, nous avons estimé le montant de la capitalisation des titres intercotés canadiens, à partir des entreprises intercotées au Canada en 1998 et de la capitalisation de ces titres pour chacune des années entre 1990 et 1998.

[3]Il s'agit de la capitalisation des entreprises canadiennes corrigée (diminuée) pour le transfert des entreprises non intercotées de Montréal pour 1999, 2000 et 2001.

[4] Les données relatives à l'année 1998 sont conformes aux valeurs diffusées par la Bourse, mais restent inexplicables. La croissance énorme de la capitalisation domestique en 1998 peut être liée au fait que la Bourse comptabilise cette année-là la capitalisation totale des entreprises pour lesquelles elle inscrit des titres dérivés. La capitalisation totale des titres non intercotés qui sont transférés à Toronto en 1999 est de 2,55 milliards de $ et ne peut expliquer la baisse de capitalisation de 198 milliards survenue entre 1998 et 1999.

Figure 1 : Croissance cumulée de la capitalisation boursière canadienne sur la Bourse de Toronto entre 1991 et 2001. La croissance nette est la croissance brute ajustée pour les fluctuations de l'indice des prix SP/TSX composite en fin d'année



Source : TSE Review et Datastream.

Tableau 17 : Distribution du rang des 6 premiers pays à la fin de 1990 et de 2000 en termes de capitalisation boursière, distribution de la capitalisation boursière en milliards $ US, suivant les données de S&P. Le volet A présente les données brutes, le volet B présente les données nettes de la fluctuation de l'indice

Volet A	Variation %	2000		1990	
		Rang	Capitalisation	Rang	Capitalisation
États-Unis	393,76	1	15 104	1	3 059
Japon	8,19	2	3 157	2	2 918
Royaume-Uni	203,53	3	2 577	3	849
France	360,83	4	1 447	5	314
Allemagne	257,75	5	1 270	4	355
Canada S&P	247,93	6	842	6	242
Canada corrigé	218,60	7	771	6	242

Volet B	Variation %	2000 Capitalisation nette	1990 Capitalisation nette
États-Unis	23,50	3 778	3 059
Japon	-29,34	2 062	2 918
Royaume-Uni	51,83	1 289	849
France	62,10	509	314
Allemagne	52,39	541	355
Canada S&P	26,86	307	242
Canada corrigé	16,12	281	242

Sources: Standard & Poors, Emerging Stock Market Fact Book, New-York, 2000 et 2001. TSE review 1993 et 2001, Five-Year Statistical Summary, taux de change de la Banque du Canada, en fin d'année, et indice boursier par pays de Datastream.

En 1990, la capitalisation du marché canadien correspond, selon S&P, à la capitalisation des entreprises listées à la Bourse de Toronto uniquement, exprimée en dollars US. En 2000, il s'agit de la capitalisation des entreprises canadiennes listées sur la Bourse de Toronto et sur le CDNX en dollars US. Or la capitalisation du CDNX comprend la capitalisation des titres de dettes, pour un montant de 97 milliards de $ canadiens. Il s'agit d'une pratique non conventionnelle et la capitalisation des actions n'est que de 14,8 milliards. La capitalisation totale canadienne est donc artificiellement gonflée en 2000. Les données étant les seules disponibles au niveau international, nous employons la capitalisation du TSE uniquement pour le Canada en 1990 et en 2000, mais utilisons les données S&P pour les autres pays. La capitalisation boursière du marché canadien a plus que triplé durant la dernière décennie, passant de 242 milliards $ US à la fin de l'année 1990 à 771 milliards $ US en 2000. Le Canada, en 2000, se positionne derrière la France, l'Allemagne et la Suisse[170]. La capitalisation boursière de l'Allemagne triple en 10

[170] La Suisse a une capitalisation de 792 milliards $. Le Canada est en 7ième position en 2000, que l'on incorpore ou non la capitalisation des actions du CDNX (Pour un total de 781 milliards $ US).

ans[171] alors que celle du Japon stagne. Si l'on corrige ces variations pour neutraliser les variations de l'indice boursier (volet B du tableau 17) l'augmentation de la capitalisation nette canadienne est cependant très inférieure à celle des autres pays (à l'exception du Japon). La création de capital nette canadienne est de 16 % en dix ans, contre 62 % en France, 52 % au Royaume-Uni et en Allemagne et 24 % aux États-Unis.

6.3 Évolution du volume de transactions

Sur la base des données de Lévesque, Beaubien et Geoffrion Inc., Shearmur (2001, p. 223) montre une croissance extrêmement rapide de la valeur de transaction sur les Bourses canadiennes entre 1976 et 1998. Le tableau 18 illustre, sur la dernière décennie, le détail de cette évolution, essentiellement liée à la croissance du marché de Toronto. Globalement, entre 1990 et 1998, le volume de transactions en $ augmente légèrement sur la Bourse de l'Alberta alors qu'il diminue à Vancouver. Il augmente fortement sur les Bourses de Montréal et de Toronto. La croissance annuelle moyenne est de l'ordre de 24,5 %. Comme le rendement annuel moyen de l'indice en capital de cette période est de 7 % environ, la croissance réelle est de l'ordre de 17,7 %.

La croissance des valeurs de transaction est toutefois un phénomène mondial, qui a été stimulé par les changements technologiques et par les rendements exceptionnels qu'ont connus plusieurs marchés au cours des années 1990. Une comparaison avec les autres marchés développés s'impose donc. Elle est présentée au tableau 19, pour les années 1990 et 2000[172]. Les États-Unis occupent la première place avec une valeur de transaction de l'ordre de 32 000 milliards $ en 2000, suivis de loin par le Japon (2 700 milliards $), puis par le Royaume-Uni pour 1 800 milliards $. La France et l'Allemagne viennent ensuite pour 1 000 milliards $ chacun.

La position relative du marché canadien se détériore : il est en 9e position en 2000 avec 635 milliards $ US, alors qu'il était 6e position dix ans auparavant. Le marché boursier canadien a été dépassé par ceux de l'Espagne, de l'Italie et des Pays-Bas. La valeur des transactions passe pourtant de 71 à 635 milliards entre 1990 et 2000, mais cette augmentation est inférieure à celle de la France, de l'Espagne, de l'Italie, et des Pays-Bas, ce qui explique le recul du rang canadien. En termes nets, l'accroissement du volume de transactions canadien est très inférieur à celui des États-Unis, mais du même ordre que ceux de la France et du Royaume-Uni. Alors que la valeur de transactions canadienne représentait 4,05 % du volume américain en 1990, elle en représente 1,99 % en 2000 et cette baisse n'est que très partiellement explicable par les différences entre les rendements des indices boursiers dans les deux pays, qui est

---

[171] En France et en Allemagne d'importantes privatisations entre 1995 et 1997 expliquent une bonne partie de l'augmentation de capitalisation.

[172] S&P rapporte pour 1990 le volume des Bourses de Toronto, Montréal et Vancouver, et pour 2000, le volume des Bourses de Toronto et CDNX, et il ne semble pas utile de corriger les données.

de l'ordre de 3 % environ au cours de cette période. Le Canada perd donc progressivement du poids face aux autres marchés et en particulier face au marché américain dont le volume a été multiplié par dix-huit.[173]

Tableau 18 : Évolution du volume brut de transactions exprimé en milliards $ canadiens des différents marchés boursiers canadiens

	Vancouver	Alberta	Montréal	Toronto	CDNX
1990	4,06	0,62	15,40	64,01	
1991	3,47	0,57	18,33	67,75	
1992	3,57	0,98	21,06	76,16	
1993	6,78	2,14	30,35	147,06	
1994	5,78	2,23	32,44	181,91	
1995	6,42	3,37	38,59	207,67	
1996	12,00	5,97	50,17	301,30	
1997	8,67	3,87	61,91	423,17	
1998	3,79	1,78	55,65	493,21	
1999			0,46	529,00	1,15
2000			1,00	944,25	15,98
2001				712,52	3,61
2002				637,70	3,23

Sources: Revue mensuelle de la Bourse de Montréal, Toronto Stock Exchange Review, Alberta Stock Exchange Review et Vancouver Stock Exchange Review.

[173] Il est toutefois possible que le volume américain soit surestimé, notamment par le double comptage des transactions effectuées sur le NASDAQ (Dyl et Anderson, 2002).

Tableau 19 : Distribution du rang des pays de l'échantillon et du volume de transactions, en milliards $ US en fin d'année 1990 et 2000. Le volet A présente les données brutes, le volet B présente les données nettes de la fluctuation de l'indice

Volet A	Variation %	2000		1990	
		Rang	Volume	Rang	Volume
États-Unis	1719,65	1	31 862	1	1 751
Japon	68,16	2	2 694	2	1 602
Royaume-Uni	557,71	3	1 835	4	279
France	825,64	4	1 083	5	117
Allemagne	Na	5	1 069*	3	502
Canada	794,37	9	635	6	71
Volet B	**Variation %**	**2000 Volume net**		**1990 Volume net**	
Etats-Unis	355,11	7969		1 751	
Japon	9,80	1759		1 602	
Royaume-Uni	229,03	918		279	
France	225,64	381		117	
Allemagne	Na	455*		502	
Canada	225,35	231		71	

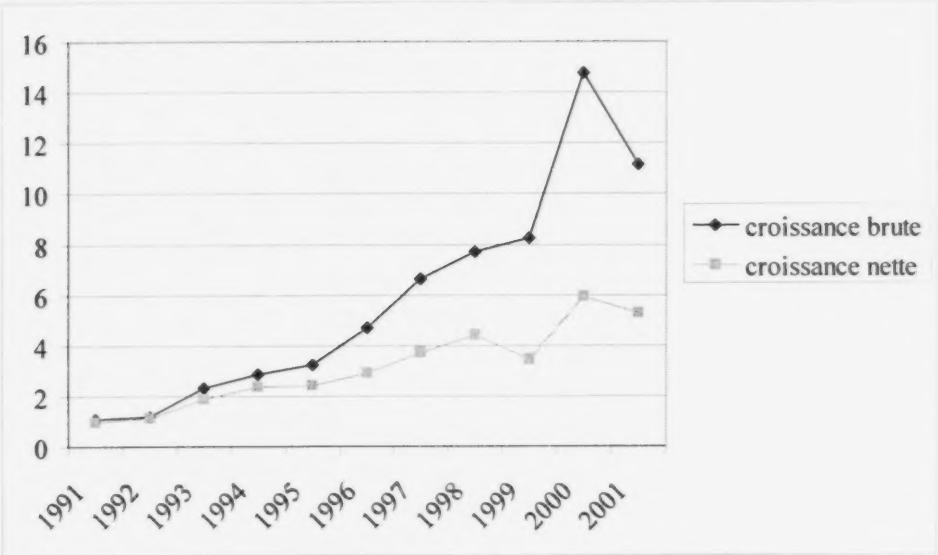
Sources: Standard & Poors, Emerging Stock Market Fact Book, New-York, 2000, 2001, et indice boursier par pays de Datastream.

*Les données pour l'Allemagne ne sont pas comparables entre 1990 et 2000. La méthode d'enregistrement des volumes a été modifiée en 1997 pour éliminer la double comptabilisation partielle des transactions (Emerging Market Fact Book 2001, p. 37).

Comme pour la capitalisation, la forte croissance constatée reflète deux effets cumulés : une croissance nette du volume, représentant le volume réel des nouvelles transactions, et un effet prix lié à la variation de l'indice. Nous avons déflaté la croissance du volume pour tenir compte approximativement des fluctuations de l'indice composite des prix de titres SP/TSX en fin d'année. La figure 3 montre que la majeure partie de cette forte augmentation du volume sur la Bourse de Toronto provient de l'accroissement de l'indice.

La croissance des marchés boursiers est alimentée par des facteurs internes, soit la demande de capitaux des entreprises locales ainsi que la demande de titres des investisseurs locaux. Cette croissance peut également être stimulée par l'émission de titres de sociétés ou au contraire affaiblie par le transfert sur d'autres marchés des transactions portant sur les titres locaux. Il est donc important d'étudier l'évolution de l'intercotation.

Figure 2 : Croissance cumulée du volume de transaction sur la Bourse de Toronto entre 1991 et 2001. La croissance nette est la croissance brute ajustée pour les fluctuations de l'indice des prix SP/TSX composite



Source : TSE Review et Datastream.

6.4 Le marché boursier canadien face au marché américain

Compte tenu de la concurrence que se livrent les Bourses pour retenir les sociétés domestiques et attirer les titres étrangers, il est important d'analyser les activités des titres étrangers intercotés et des titres de sociétés canadiennes, essentiellement échangés aux États-Unis.

6.4.1 L'attrait du marché boursier canadien

Le tableau 20 a été composé à partir des tableaux des titres étrangers intercotés de la Revue de la Bourse de Toronto. Il s'agit principalement de titres de sociétés américaines.

La valeur de transaction (mondiale) des titres étrangers intercotés augmente de 1990 à 1998, ce qui reflète la présence de quelques titres de capitalisation très importante, tels General Motors, Sony ou Phillips Petroleum. La valeur transigée baisse

brutalement en 1999, essentiellement en raison du retrait de Mobil Corp et de Citicorp du marché canadien. Le nombre de titres étrangers intercotés diminue fortement de 54 en 1990 à 18 en 2002. Toutefois, le volume mondial des transactions réalisées sur des titres inscrits au Canada a peu de signification, si ces échanges s'effectuent sur d'autres marchés. Or, le pourcentage du volume de transactions réalisées au Canada est constamment inférieur à 1 %. En 2001, 23 sociétés étrangères[174] sont listées à la fois sur une Bourse américaine (ou étrangère) et sur une Bourse canadienne. Mais l'un de ces 23 titres seulement est transigé à plus de 50 % au Canada, et il s'agit d'un titre de très petite capitalisation (Gold Reserve Inc), qui disparaît en 2002. Pour quinze de ces titres, le volume canadien représente moins de 0,02 % du volume total de transaction et pour dix-sept d'entre eux, le volume canadien représente moins de 1 % du volume total. La présence des sociétés étrangères sur le marché canadien est symbolique : plus de 99,9 % de la valeur des transactions sur ces titres échappe au marché canadien.

En guise de comparaison, les titres étrangers intercotés représentent environ 10 % du volume de transaction sur le NYSE (Boisvert et Gaa, 2002, p. 23) et plus de 900 titres étrangers sont inscrits sur le NYSE et le NASDAQ. Le marché suisse revendique 150 inscriptions de titres étrangers, Londres en rapporte 448 et le Luxembourg 208, suivant les données de Fédération mondiale des Bourses (WFE). Les marchés canadiens ne transigent donc pratiquement plus de titres de sociétés étrangères[175].

---

[174] Le nombre de titres ne correspond pas toujours exactement au nombre d'entreprises différentes intercotées, dans la mesure où une même entreprise peut inscrire plusieurs titres différents. Pour 2001 cependant, tous les titres inscrits sont émis par des compagnies différentes.

[175] La situation semble toutefois différente sur le marché des titres dérivés. La Bourse de Montréal rapporte une hausse à 35% en 2002, contre 9% en 2001, de la part du marché de la Bourse sur le marché intercoté des options canadiennes transigées sur le marché américain (communiqué de presse de la BDM du 23 avril 2003).

Tableau 20 : Distribution annuelle du nombre et de la valeur transigée des titres intercotés étrangers et américains, et répartition des transactions entre le Canada et les autres pays

Année	# de Titres[3]	Valeur Transigée en millions $	Titres dont la valeur transigée est				Transigé au Canada[1]			Transigé ailleurs[1] en %
			< 100 millions $		>=1000 millions $		Total en %	# < 1 %	# > 50 %	
			#	%	#	%				
1990	54	212 379	15	27,78	29	53,70	0,00	47	0	100,00
1991	57	218 813	14	24,56	29	50,88	0,20	48	1	99,80
1992	63	251 522	21	33,33	27	42,86	0,10	49	6	99,90
1993	62	326 617	20	32,26	29	46,77	0,20	46	4	99,80
1994	56	297 547	14	25,00	31	55,36	0,10	42	3	99,90
1995	47	282 585	13	27,66	25	53,19	0,10	35	5	99,90
1996	47	316 994	15	31,91	19	40,43	0,20	34	6	99,80
1997	35	369 691	8	22,86	20	57,14	0,10	26	2	99,80
1998	32	452 385	8	25,00	19	59,38	0,00	26	2	100,00
1999	24	203 057[2]	7	29,17	14	58,33	0,60	17	2	99,40
2000	23	186 971[2]	7	30,43	11	47,83	0,70	17	2	99,30
2001	23	180 345[2]	4	17,39	12	52,18	0,10	19	1	99,90
2002	18	176 192	5	27,78	9	50,00	0,10	14	0	99,90

Sources : Toronto Stock Exchange Review, décembre 1990 à décembre 2002.

[1] Le pourcentage de la valeur transigée est pondéré par la capitalisation

[2] le total de la valeur transigée rapporté par la TSE Review pour 1999, 2000 et 2001 est respectivement de 189 934, 168 771 et 170 011 et ne correspond pas au total des valeurs transigées de chacun des titres intercotés (rapporté dans le présent tableau).

[3] Certains titres ne sont pas échangés : en 1990, Coleco Ind et Stan West J, 1993, British Tel instl, en 1996, Owens Corning (2 titres) et en 1997, Tenneco Inc.

6.4.2 L'attrait du marché américain pour les Bourses canadiennes

Le tableau 21 montre une croissance très importante du nombre de titres canadiens intercotés au cours de la dernière décennie. Leur nombre est passé de 143 en 1990 à 237 en 2000, soit 65 % d'augmentation. La valeur transigée s'accroît elle aussi de façon considérable : de 69 milliards $ en 1990 à 1 280 milliards dix ans après. En 2001, la valeur transigée diminue jusque 805 milliards $, en raison surtout de la perte de valeur de Nortel Networks (baisse de 353 milliards $) et de BCE Inc (diminution de 75 milliards $). Le pourcentage du volume de transaction réalisé à l'extérieur du Canada a fortement augmenté de 1998 à 2000, année où 46 % seulement des transactions portant sur les titres intercotés ont été effectuées au Canada. Le TSX semble regagner du terrain et, en 2002, la proportion canadienne a dépassé 60 %. Cette variation semble en grande partie associée à la débâcle des titres technologiques, qui, à la suite de la baisse très forte de leurs cours, ont été délaissés par les investisseurs américains. Nortel représentait 508,3 milliards de $ de transactions en 2000, dont 65,7 % étaient réalisés aux États-Unis. Les transactions s'élèvent à 41,9 milliards de $ en 2002, dont 51,2 % aux Etats-Unis. BCE passe de 96,8 milliards de $ et 24,5 % de transactions américaines à 25,5 milliards de $ et 12,6 %. Corel passe de 9,1 milliards et 88,5 % de transactions américaines à 194 millions de $ et 58,1 %. Ces trois titres représentent ensemble une baisse du volume de transaction aux États-Unis de près de 350 milliards de $. Il faudra donc attendre quelques années pour conclure à un redressement important et durable de la proportion des titres intercotés échangée au Canada.

La proportion des titres dont les transactions se font majoritairement sur les Bourses étrangères est passée de 40 entreprises sur 143 en 1990, soit 28 %, à 36 % en 2001 et 37,1 % en 2002. Nous ne capturons pas ici les entreprises canadiennes inscrites directement sur une Bourse américaine (sans être intercotées). Il en existerait trente-cinq en 2001 d'après le prospectus définitif du Groupe TSX Inc. (p. 18). Nous avons calculé que le Canada reste le marché dominant (celui sur lequel ont lieu la majorité des transactions) pour 67 % des entreprises intercotées dont le volume de transactions annuel est inférieur à 120 millions $. Toutefois, en 2000, 91 titres canadiens ont un volume de transaction supérieur au milliard de $. 85 d'entre eux étaient intercotés. En 2001, les chiffres correspondants étaient de 83 et 75 respectivement. Les titres canadiens fortement transigés sont donc pratiquement tous intercotés. Nous avons ensuite calculé la proportion des titres intercotés fortement transigés, dont le marché dominant est les États-Unis. En 2000, cette proportion s'établissait à 32 %. En 2001, elle est de 36 %. En 2002, elle atteint 38 %. Plus du tiers[176] des titres canadiens à fort volume de transaction sont désormais davantage échangés aux États-Unis qu'au Canada. Le marché boursier canadien ne semble plus attirer les transactions portant

[176] Environ 90 % des titres largement transigés sont intercotés, et 38% d'entre eux sont majoritairement échangés aux États-Unis. Par rapport à la population des fortes capitalisations, 33,4 % des titres sont désormais majoritairement transigés ailleurs qu'au Canada, et cette proportion s'accroît.

sur les titres étrangers. En revanche, le marché américain capture une part importante des transactions des grandes entreprises canadiennes intercotées. Il s'agit d'une situation très préoccupante compte tenu de l'importance du marché des valeurs mobilières pour un pays.

Tableau 21 : Distribution annuelle du nombre et de la valeur transigée des titres Canadiens transigés aux États-Unis et répartition géographique des transactions

Année	# de titres[2]	Valeur transigée en millions $	Titres dont la valeur transigée est				Transigé ailleurs[1]			% transigé Au Canada[1]
			< 100 millions $		>= 1000 Millions $		Total en %	# < 1 %	# > 50 %	
			#	%	#	%				
1990	143	68 540	93	65,03	16	11,19	45,3	8	40	54,7
1991	139	59 115	91	65,47	16	11,51	39,6	6	35	40
1992	137	68 019	79	57,66	16	11,68	40,2	7	30	59,8
1993	157	149 760	70	44,59	29	18,47	54,1	12	46	45,9
1994	172	199 014	83	48,26	35	20,35	50,7	15	57	49,3
1995	200	249 886	85	42,50	48	24,00	45,3	27	74	54,7
1996	222	334 304	74	33,33	66	29,73	42,2	20	81	57,8
1997	243	411 477	85	34,98	69	28,40	35,4	24	85	64,6
1998	244	490 663	92	37,70	75	30,74	34,8	19	93	65,2
1999	222	566 331	88	39,64	69	31,08	42,1	18	74	57,9
2000	237	1 280 983	71	29,96	85	35,86	54,1	32	89	46
2001	213	805 399	79	37,08	75	35,22	46,7	19	77	53,3
2002	194	665 373	55	28,35	73	37,63	38,8	6	73	61,2

Source : Toronto Stock Exchange Review, décembre 1990 à décembre 2002.

[1] Le pourcentage de la valeur transigée est pondéré par la capitalisation.

[2] Certains titres présentent une valeur transigée nulle : en 1990, Fahnestock II, en 1994, Currage inc. et U. Dominion, en 1995, Curragh Inc., en 1996, STN inc., en 1997, Trizec Hahn et Moores Retail, et en 1998 Rea Gold et Tee-Com.

Le nombre de titres canadiens inscrits au Canada est significativement plus faible que celui rapporté dans d'autres études (Houston et Jones, 1999, tableau 2). Ces auteurs basent leurs estimations sur les listes des Bourses américaines et ils capturent donc les titres inscrits sur l'une ou l'autre des Bourses canadiennes en plus de ceux qui ne sont inscrits que sur des Bourses américaines. Nos estimations ne portent que sur les titres intercotés inscrits à la Bourse de Toronto. La différence est de l'ordre de 35 titres.

6.5 Avantages concurrentiels des marchés boursiers

Il existe deux sous-ensembles de travaux relatifs au développement des marchés boursiers. Le premier regroupe des textes dédiés aux pays en développement et fait intervenir des facteurs tels que la privatisation, l'ouverture des marchés et l'environnement légal qui assure la protection des investisseurs (La Porta *et al.*, 1997; Black, 2001). Toutefois, comme le fait remarquer Black, les marchés tels que ceux des États-Unis ou du Royaume-Uni ont déjà atteint ce niveau de développement et nous nous intéresserons essentiellement au second sous-ensemble de travaux, qui traitent de concurrence et d'avantages comparatifs entre les marchés développés et tentent de répondre à la question suivante : quels sont les facteurs qui vont amener les investisseurs et les émetteurs à préférer un marché à un autre ? Ces facteurs peuvent être regroupés en trois groupes, respectivement liés à la qualité des marchés (et de l'information), à la recherche de certification et à différents autres facteurs que nous regrouperons sous le thème de la dimension marketing.

6.5.1 La qualité des marchés

Pour Halpern (2000), le principal élément de fonctionnement des marchés est l'information, qui influence le biais vers les titres domestiques, mais également le capital de risque, le développement des Bourses et la gouvernance, les émissions initiales et la dynamique des intermédiaires. Wells (2000) reconnaît la concurrence croissante que se livrent les Bourses et lie leur avantage concurrentiel au mécanisme de découverte des prix, lui-même associé aux diverses composantes de la qualité des marchés. En particulier, pour Wells, l'élément qui pilotera la croissance des marchés boursiers est la demande des institutionnels pour les transactions de blocs, que peu de Bourses soutiennent adéquatement.

Les modèles théoriques qui ont été développés pour expliquer l'évolution des volumes de transaction des titres intercotés (Chowdhry et Nanda, 1991) prévoient l'émergence d'un marché dominant, suivant le mécanisme du *winner take most*. Ces modèles distinguent les *liquidity traders* des *informed traders*. Les *liquidity traders* négocient sans base informationnelle particulière et sont attirés par le marché où les coûts de transaction sont moindres et créent de la liquidité. Les *informed traders* appuient leurs transactions sur une analyse et des informations. Il s'agit essentiellement des investisseurs institutionnels qui maximisent ensuite leur rendement en transigeant sur le marché le plus liquide. Ainsi, même si le volume total de transaction augmente lorsqu'un titre s'inscrit sur un second marché[177], le volume de transaction dans le pays d'origine peut augmenter ou au contraire diminuer fortement, suivant que ce pays se trouve ou non en position de marché dominant. De

[177] Foerster et Karolyi (1993) observent une augmentation de 62 % de la valeur de transaction totale des titres canadiens dans les trois mois qui suivent leur inscription sur une bourse américaine. Cet accroissement est surtout perceptible sur le marché américain, mais la valeur transigée sur le marché canadien augmente également de 26 %.

toute évidence, le marché canadien n'est pas le marché dominant pour les titres étrangers, et il perd progressivement son rôle de marché dominant pour les titres canadiens à valeur de transaction élevée (à l'exception des banques, en raison probablement des règles relatives à la détention de ces institutions). Il est possible que ce phénomène s'amplifie, dans la mesure où, selon Eun et Sabherwal (2003, p.1), *attracting non US listing is now a top priority of the US stock exchanges.* Cette tendance au déplacement des transactions vers les Bourses américaines n'est pas spécifique au Canada. Pagano *et al.* (2002, p. 1) montrent que *in 1986-1997, many European companies listed abroad, mainly on U.S. exchange, while the number of US companies listed in Europe decreased.* Les auteurs précisent que *the listing of EU companies in the United States went from 53 in 1986 to 207 in 1997, while in the same interval, their listing within Europe went from 267 to 309.* De plus, l'intercotation des sociétés canadiennes est facilitée depuis le 1er novembre 1998, par la mise en place du MJDS qui permet aux sociétés canadiennes d'inscrire leurs titres inscrits aux États-Unis sous des critères largement allégés par rapport à ceux qui prévalent pour les autres sociétés non américaines[178]. Cependant, comme le soulignent Pagano *et al.* (2002, p. 2657): o*f course, if exchanges compete for new listings by adjusting their regulatory standards, this motive for cross-listing may diminish over time.*

Les modèles prédisent que le transfert des transactions continuera à basculer vers le pays qui offre les conditions de transaction les plus favorables. Pour les investisseurs qui doivent échanger des blocs importants de titres, les diverses composantes des coûts de transaction sont un élément essentiel de choix du lieu de transaction. Foerster et Karolyi (1998) ont analysé l'évolution des fourchettes à la suite de la décision des sociétés canadiennes d'inscrire leurs titres sur le marché américain. Ils mesurent aussi bien les écarts affichés (*posted bid-ask spread*) que les écarts effectifs[179], et tiennent compte des différents facteurs qui influencent les fourchettes, comme le niveau de prix, la taille de transactions et le volume. Les deux mesures de fourchette affichent une diminution significative à la suite de l'inscription des titres sur un marché américain, mais cette diminution touche surtout les titres pour lesquels le transfert de transactions vers les États–Unis est le plus important. Cette diminution est mesurée sur le marché canadien et montre que le marché canadien s'ajuste à un environnement plus compétitif dès que les titres sont transigés de façon significative sur un marché concurrent. Les coûts de transaction peuvent donc être moins élevés sur le marché américain que sur le marché canadien, et l'intercotation peut réduire ces coûts même sur le marché canadien. Il existe cependant peu d'évidence à ce sujet, car la mesure des coûts est difficile. Ceux-ci dépendent du volume et de la liquidité, de la taille des transactions, du prix des titres. Cleary *et al.* (2002) montrent la très grande

---

[178] Le MJDS est une initiative conjointe des ACVM et de la SEC. Voir *National Instruments 71-101 : The multijurisdictional disclosure system* à http://www.cvmq.com/upload/fichier_pdf/norme/71-101ang.pdf.

[179] *L'effective spread* est la différence (en valeur absolue) entre le prix de la transaction et le milieu de la fourchette

sensibilité des coûts de transaction aux différents facteurs: ils évoquent et critiquent l'étude de Elkins (1998) qui compare les coûts d'impacts des transactions des institutionnels sur le NYSE (0,18 %), le NASDAQ (0,35 %) et le TSE (0,29 %), et observe des coûts de transaction sensiblement plus élevés[180].

Kryzanowski et Rubalcava (2002) analysent les fourchettes et les durées de détention des actions canadiennes intercotées. Leurs résultats: *suggests that the TSE has consistently lost its share of executed order flow (share turnover) relative to the U.S. primary trade venue, and that this loss is associated with increased relative trade costs in the TSE*. Doukas et Swidler (2000) observent un rendement anormalement positif pour les entreprises canadiennes qui s'intercotent aux États-Unis, ce qui se traduit par une réduction du coût du capital. Suivant ces travaux et ceux de Foerster et Karolyi (1993 et 1998), le transfert des transactions vers les États-Unis permettrait à la fois une augmentation du volume, un abaissement du coût du capital et une diminution des coûts de transaction, lorsque celles-ci sont orientées vers le NYSE.

Mittoo (1997) montre, avant 1991, que l'accroissement des volumes de transactions après l'intercotation est plus important pour les titres du VSE que pour ceux qui étaient inscrits au TSE. Cette différence peut être associée aux exigences plus faibles du VSE. En satisfaisant aux normes américaines, les entreprises inscrites au VSE amélioraient leur divulgation. Leur environnement réglementaire devenait plus semblable à celui du TSE, ce qui semble avoir provoqué un intérêt plus grand de la part des investisseurs[181].

Dans une étude récente, Mittoo (2002) confirme que les sociétés canadiennes sont toujours attirées par le marché boursier américain. Entre 1991 et 1998, 108 sociétés canadiennes se sont inscrites aux États-Unis[182]. Le rendement anormal positif observé lors de l'inscription aux États-Unis est de moindre ampleur que celui rapporté dans les travaux antérieurs, et il est positivement lié à l'augmentation de la liquidité. Le volume de transaction augmente de 40% après 6 mois. Cet accroissement est en majeure partie capturé par le marché américain. Cependant, les effets de l'intercotation sont différents suivant les sociétés. Mittoo observe que la diminution des coûts de transaction n'est perceptible que pour les titres dont le volume de

---

[180] La mesure des coûts d'impact est délicate puisqu'il s'agit de comparer le prix de la transaction à celui qui aurait prévalu en l'absence de cette transaction. Ce prix inobservable est estimé à l'aide de différents modèles et celui choisi par Elkins/McSherry Co tend à sous-estimer les effets prix. Par ailleurs, plusieurs des études citées ont été menées au cours de période où les incréments de prix (*tick*) étaient différents aux États-Unis et au Canada. Les incréments plus faibles au Canada en raison de la décimalisation ont pu temporairement faire baisser les coûts de transaction mesurés.

[181] Cette observation est importante pour les tenants de l'allégement global de la réglementation. Suivant l'explication avancée dans cette étude, l'abaissement des normes pourrait réduire la liquidité et inciter davantage d'entreprises à s'intercoter.

[182] Houston et Jones (1999) relèvent 149 nouvelles inscriptions au cours de la même période. La différence provient vraisemblablement du fait que Mittoo considère les titres inscrits au Canada alors que Houston et Jones répertorient aussi les sociétés non inscrites au Canada.

transaction augmente après l'opération, et qu'elle n'existe pas pour les entreprises de ressources naturelles. L'effet de l'inscription aux États-Unis sur les coûts de transaction est donc moins élevé que celui rapporté antérieurement par Foerster et Karolyi (1998). La performance à long terme des titres nouvellement inscrits aux États-Unis est significativement négative. Ceci peut être associé au fait que les sociétés canadiennes s'inscrivent aux États-Unis après une période de forte performance boursière. Globalement, cette opération semble amener des effets positifs sur les prix des titres à court terme, une augmentation de la liquidité et une baisse des coûts de transaction, de moindre ampleur que ce qui est mentionné antérieurement.

Même si les différences entre les niveaux de coûts de transaction sont relativement faibles (Smith *et al.* 2000) et même parfois légèrement inférieurs au Canada, en raison d'un recours plus fréquent au *upstairs trading* et même si les avantages de l'intercotation semblent se réduire, le marché américain continue d'attirer des sociétés canadiennes. Cette évolution n'a pas été enrayée par les mesures prises par le TSE en réponse à la concurrence des marchés boursiers américains. Selon Mittoo (2002), le TSE a adopté la décimalisation en avril 1996 pour les titres qui se transigent à 5$ et plus et a implanté la réduction des incréments de cotation (*Minimum Quotation Increment Reduction* ou MQIR) pour deux catégories d'actions. Toutefois, le NASDAQ et le NYSE ont rapidement réagi en adoptant des mesures semblables. Plusieurs études montrent que les fourchettes ont diminué à Toronto à la suite de la décimalisation. Le gain de liquidité lié à l'intercotation semble avoir également diminué, ce qui pourrait correspondre à un avantage moins important du marché américain. Il subsiste toutefois.

Les coûts de transaction ne sont cependant qu'un aspect du problème. Les transactions sont à la base du mécanisme de découverte des prix, par lequel l'information qui révèle les ordres s'intègre dans les prix du marché. Pour les économistes, le mécanisme idéal de découverte des prix est l'enchère publique. Toutefois, les Bourses ne sont pas des mécanismes d'enchère transparents et doivent relever plusieurs défis. Suivant Wells (2000), les principaux sont les suivants :

- L'accès : qui peut avoir accès au carnet d'ordres ?
- La liquidité : quelles mesures sont prises pour assurer une liquidité suffisante?
- La protection de la priorité des ordres;
- Les transactions de blocs qui doivent avoir un impact minimal sur les prix, et permettre la négociation;
- La meilleure exécution possible, ce qui renvoie à la problématique des coûts de transaction;

- La transparence, qui permet à tous les agents de disposer simultanément de l'information;

- La fragmentation des ordres et la centralisation des prix.

Nous ne passerons pas en revue ici la situation canadienne sur chacun de ces facteurs, travail qui dépasse largement le cadre de cette étude. La dimension de la fragmentation des ordres et de la centralisation des prix est cependant un élément majeur, lié à l'argument de l'information. La fragmentation des ordres a été invoquée pour justifier la restructuration des Bourses canadiennes et pour restreindre l'activité des systèmes de négociations alternatifs. Un système fragmenté est en effet peu liquide et demande la mise en place d'un système de concentration des données.

Le problème de la fragmentation est crucial dans un marché de petite taille, où 80 % du volume de transactions est généré par les investisseurs institutionnels[183]. Ceux-ci doivent pouvoir disposer de leur position rapidement et sans réaction excessive du marché. La fragmentation découle, au Canada, du partage en deux parts relativement égales des transactions sur les titres les plus actifs entre le Canada et les États-Unis. Elle découle également de l'internalisation des transactions, qui survient lorsqu'un courtier rapproche les ordres de ses propres clients. L'internalisation (*upstairs trading*) est permise par la réglementation du TSX, mais elle est fortement restreinte par le NYSE (Smith *et al.* 2000). Cette pratique concerne la majorité des transactions des investisseurs institutionnels (54 % en 1997, selon Smith *et al.*). Le courtier ne place pas l'ordre sur le marché boursier, et ne révèle pas immédiatement la transaction, qui pourrait avoir un effet informationnel important sur le cours. L'internalisation favorise les investisseurs institutionnels et est utilisée autant par les courtiers de plein exercice que par des systèmes spécialisés comme Instinet. Les courtiers canadiens sont cependant obligés de rapporter le volume des transactions internalisées, qui sont comptabilisées dans le volume de transactions. Nous pouvons donc estimer que moins de 30 % de la valeur des transactions portant sur des titres canadiens sont réalisées sur le marché conventionnel canadien (l'estimation figure à l'annexe 3).

La structure optimale de fonctionnement des marchés est un problème extrêmement complexe et nous ne l'avons évoqué ici que pour préciser les défis du marché canadien. L'internalisation des transactions se développe rapidement, mais créé un problème de transparence et nuit à la qualité de l'information, élément-clé de la qualité du marché.

Elle peut aider à retenir une part des transactions qui glisserait peut être plus rapidement vers les États-Unis, mais cette évolution semble inéluctable et procure aux entreprises divers avantages. Finalement, seulement 30 % de la valeur totale des

[183] http://www.osc.gov.on.ca/en/About/News/Speeches/davidbrown_presentcreation_19990412.html.

transactions portant sur les titres de sociétés canadiennes se font maintenant sur le marché régulier de Toronto. Il s'agit là de défis majeurs, absents des listes de problèmes soulevés par MacKay (2002), probablement parce qu'ils ont peu à voir avec la réglementation.

6.5.2 L'effet certification

L'effet de transfert des transactions vers les marchés majeurs n'est pas un phénomène particulier au Canada. Comme l'écrit Coffee (2002b):

> *During the 1990's, the phenomenon of cross-listing by issuers on international exchanges accelerated, with the consequence in the case of some emerging markets that trading followed, draining the original market of its liquidity. (..) A superior explanation is "bonding": issuers migrate to U.S. exchanges in particular because by voluntarily subjecting themselves to the U.S.'s higher disclosure standards and greater threat of enforcement (both by public and private means), they partially compensate for weak protection of minority investors under their own jurisdiction's law and also credibly signal their intention to make fuller disclosure, thereby achieving a higher market valuation and a lower cost of capital.*

Cet effet est décrit par les chercheurs sous le terme de *piggybacking* (Licht, 2001; Coffee, 1999; Black, 2001). Les entreprises cherchent à augmenter leur valeur marchande en se conformant à des normes de divulgation et de gouvernance plus strictes que celles qui prévalent dans leur pays d'origine (Pagano *et al.*, 2002). Le marché américain serait particulièrement attrayant sur ce plan[184]. Les entreprises chercheraient donc à se faire certifier aux États-Unis pour profiter de prix plus élevés sur leur marché national. Toutefois, comme le signalent Black et Licht, cette stratégie ne peut fonctionner que si les institutions locales sont suffisamment structurées et comprises par les investisseurs.

L'Euronext a bien compris cette problématique et offre des segments de marché où les exigences de divulgation sont alignées sur les standards internationaux, c'est-à-dire américains. « La création des segments NextEconomy et NextPrime répond aux attentes du marché en matière de transparence et de liquidité. (…) Pour les investisseurs, l'appartenance aux segments NextEconomy ou NextPrime constitue un critère supplémentaire, de nature qualitative, d'identification des entreprises : sélectionner une entreprise membre d'un de ces segments lui fournit l'assurance de

---

[184] Voir Coffee, (1999 note 7) pour une liste des dispositions relatives à la gouvernance aux États-Unis, établie avant que les événements de 2000 et 2001 n'entraînent une analyse et vraisemblablement un relèvement de ces règles de gouvernance.

disposer sur cette valeur d'un niveau élevé d'information financière, en phase avec les standards internationaux les plus exigeants »[185].

Plusieurs travaux ont observé des effets positifs suite à l'inscription aux États-Unis de sociétés non américaines. Ici encore, un problème difficile se pose à la Bourse canadienne: doit-on, par exemple, resserrer les critères de divulgation et de gouvernance pour les aligner sur les exigences américaines en termes de divulgation et gouvernance ou, au contraire, les assouplir pour satisfaire à une dimension plus locale?[186]

6.5.3 Les dimensions marketing

Elles sont liées à la vente des titres, mais également à celle des produits et services. Le fait de transiger les titres sur un marché segmenté pourrait procurer aux investisseurs des gains de diversification et permettre un abaissement du coût du capital. Il existe de nombreuses évidences empiriques qui indiquent que les marchés canadien et américain s'intègrent progressivement, mais restent cependant partiellement segmentés (Foerster et Karolyi, 1998).

Toutefois, les gains de diversification que l'on peut obtenir entre deux marchés largement corrélés sont vraisemblablement minimes. Licht (2001) défend que les sociétés peuvent chercher à s'inscrire sur des marchés plus larges pour avoir accès à un plus vaste ensemble d'investisseurs potentiels et pour offrir à ces investisseurs une liquidité supérieure. Les travaux qui évoquent un accroissement des cours et des volumes de transaction à la suite de l'intercotation confortent cette hypothèse. Lang *et al.* (2002) montrent que les titres qui s'inscrivent sur un autre marché que leur marché d'origine voient s'accroître l'intérêt des analystes financiers, la qualité de leurs prévisions et les prix de ces titres. Au Canada, la réduction progressive de la taille du marché conventionnel au profit des États-Unis et du *upstairs market* pourrait amener davantage d'entreprises à l'intercotation.

De plus, les entreprises tendent à suivre leur activité économique : une entreprise qui vend beaucoup aux États-Unis aura tendance à émettre aux États-Unis dans la mesure où les investisseurs connaissent ses produits et seront plus enclins à acheter les actions de l'entreprise.

---

[185] Voir les dispositions à :
http://www.euronext.com/fr/markets_prices/list/new_segments/description/.

[186] Cette question fait l'objet de débats actuellement. Dans un article du *Globe and Mail* (*Like it or not, TSX must match U.S. standards* du 17 mai 2003), Eric Reguly s'oppose vigoureusement à la position défendue par la Présidente du Groupe TSX inc. et écrit que : *If Canada and its stock markets want to play seriously in the integrated North American market, they have to live up to the new standard.*

Les études de Mittoo (1992) et de Houston et Jones (1999, 2000) portent sur les perceptions qu'ont les dirigeants d'entreprises canadiens des avantages, des coûts et des bénéfices nets de l'inscription sur les Bourses américaines. Ces auteurs confirment que les avantages perçus sont l'augmentation du volume de transaction, le suivi du titre par les analystes financiers, la réputation et les avantages face à la concurrence. Les principaux obstacles sont la réconciliation des états financiers avec les principes comptables américains et les exigences de divulgations supplémentaires liées à ces principes. Les exigences de la SEC n'apparaissent que comme une préoccupation mineure. Toutefois, Houston et Jones montrent que le MJDS n'a eu qu'un effet minime sur les coûts perçus et réels de l'intercotation, et écrivent d'ailleurs que cet accord n'a pas apporté les résultats escomptés.

6.6 Synthèse et implications en termes de politiques

Nous avons montré que le marché des valeurs mobilières au Canada progresse peu et que les transactions importantes se dirigent progressivement vers les États-Unis. La proportion des échanges de titres étrangers réalisés au Canada est devenue infime et il devient peu défendable de considérer ces titres dans la capitalisation canadienne.

En revanche, depuis le début des années 1990, un nombre croissant de titres canadiens s'échangent aux États-Unis et, pour ces titres intercotés, la moitié environ des transactions se font à l'étranger. Un nombre significatif de sociétés canadiennes (trente-cinq) ne se transige plus au Canada. Le seul élément dynamique du marché est le taux élevé de création de nouvelles entreprises mais cette création est associée à une mortalité élevée qui laisse inchangé le nombre total de sociétés inscrites. Notre conclusion rejoint celle de Gaa *et al.*, (2002, p 31) qui écrivent:

> *The results of the study (of national markets) suggest that the direction of change is towards a single global market through the interlinkage of national equity markets. Domestic intermediated markets would be undermined by this development, since the standardized products traded on those markets could be traded more efficiently and at lower cost on the global matching market. The domestic intermediated market would continue to exist, since there will always be relatively illiquid products and agents desired to trade them.*

Certains écrits récents associent les difficultés du marché canadien à des facteurs d'ordre réglementaire et, en particulier, aux juridictions provinciales qui augmenteraient les coûts de fonctionnement. Toutefois, les principaux défis qui se posent au marché boursier canadien ne semblent pas être de cette nature. Le glissement des transactions vers les États-Unis, la part de plus en plus faible des transactions réalisées sur le *downstairs market*, le manque total d'attrait du Canada pour les titres étrangers paraissent bien plus problématiques. Il nous semble cependant difficile de les associer à la structure de réglementation.

Galper (1999) définit trois modèles d'affaires pour les Bourses des années 2000. Une Bourse globale (GEX):

> *dominates an economically linked community of several financial jurisdictions. It has the largest market capitalization in that community and the greatest trading volume and liquidity of any of its direct competitors. It trades both highly visible international securities and derivative products (...) It draws its clientele from a pool of both domestic and global investors.*

Le TSX satisfait de moins en moins aux critères des GEX, mais davantage à ceux des marchés régionaux (REX), définis comme suit :

> *The Regional Exchange dominates its local economy. It has the greatest concentration of regional listings available and is the chief expert in these listings. By virtue of its intense national concentration, its index becomes a barometer of the health of the publicly quoted part of the regional economy. It may trade securities and derivative products. It draws its clientele primarily from regional investors, with a smaller share of international investors interested in benefiting from the available expertise and opportunities.*

Quant à la Bourse de croissance TSX, elle est de toute évidence ce que Schulman (1999) définit comme un *Small and Medium Business Market* (SMB), catégorie où se situe également le NASDAQ. Dans la mesure où le Canada compte moins de 600 sociétés capables de s'inscrire et d'être transigées sur le NASDAQ, le TSX devrait également s'inscrire dans cette catégorie. Ceci semble d'autant plus vrai que les transactions des titres les mieux capitalisés glissent progressivement vers le marché américain. Les implications sont importantes, en termes de stratégie de développement et de réglementation. Selon l'association mondiale des Bourses, l'élément principal à considérer, pour les Bourses SMB, est la proximité (Schulman, 1999, p.14) :

> *An exchange provides a real estate function for companies in the sense that it is where companies locate their stock listings and it is where customers (investors) come to buy and sell that stock. Therefore, to enhance the profile of an SMB market, exchanges should create attractive SMB market communities with financial influence, recognized value, and uniquely beneficial services.*

Puisque les quelques titres de très grande capitalisation glissent vers les Bourses américaines, il semble inéluctable que la Bourse canadienne devienne progressivement une Bourse d'entreprises de taille moyenne et petite, suivant les normes internationales.

Les enjeux sont importants et ne peuvent être négligés dans la réflexion qui a cours au Canada. Les dimensions de la proximité, de l'adaptation aux différences intersectorielles et régionales, de l'encadrement des titres de faible capitalisation, du passage du capital de risque au financement public et de la survie des nouvelles émissions deviendront des enjeux majeurs. Par ailleurs, la réduction des avantages perçus ou réels du transfert des transactions aux États-Unis devrait devenir un sujet d'étude et de réflexion crucial. Il semble étrange que ces dimensions soient jusqu'à maintenant peu apparentes dans le débat qui entoure la révision du cadre réglementaire.

7- Conclusion

Le principal argument avancé par les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières au Canada est que les intervenants ont à faire face à treize commissions des valeurs, ce qui occasionne des coûts supplémentaires et nuit à la compétitivité du marché canadien. Dans la partie un, nous montrons que quatre provinces monopolisent la quasi-totalité des émissions, des entreprises inscrites, de la population et de l'activité économique au Canada. La très grande majorité des émetteurs ne s'adresse donc qu'à une commission de valeurs. Nous mettons également en évidence les initiatives entreprises par les autorités canadiennes de valeurs mobilières pour mettre en place plusieurs mesures importantes visant à limiter les problèmes que pose l'existence de juridictions multiples. Il s'agit des protocoles d'entente relatifs au régime d'examen concerté et à la surveillance des Bourses, des normes canadiennes, de l'enregistrement des représentants et du projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières.

Selon les promoteurs de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières, il existerait de graves problèmes d'efficacité, en termes de coûts excessifs et de délais découlant de l'observation des lois et des règlements. La seconde partie montre qu'il existe très peu d'évidence permettant de défendre ce point de vue. Au contraire, les évidences empiriques sont convergentes et montrent toutes que le processus d'émission initiale est moins coûteux au Canada. Ces travaux ne portent pas spécifiquement sur la mise en évidence des coûts supplémentaires liés à la réglementation. En effet, les émetteurs et les investisseurs subissent diverses formes de coûts dont la réglementation n'est qu'une composante minime. Ces travaux montrent toutefois que la structure actuelle ne crée pas de désavantage comparatif par rapport à la situation américaine.

Un certain nombre d'arguments divers sont régulièrement évoqués pour justifier une révision du mode canadien de réglementation des valeurs mobilières. Il s'agit notamment de la faiblesse du Canada au niveau des instances internationales, des conflits de juridiction, des manipulations comptables et de l'inefficacité des efforts d'harmonisation. Nous montrons dans la partie trois que le Canada est actif au niveau international et que les autorités en valeurs mobilières canadiennes ont mis en place de nombreux dispositifs fondés sur le principe de coopération.

Nous analysons la situation américaine en termes de réglementation et d'autorité centrale. Enfin, nous mettons en évidence l'hétérogénéité du marché des valeurs mobilières canadien, sur le plan des caractéristiques des entreprises et des initiatives provinciales. À la lumière de ces différents éléments, il est difficile de prétendre qu'une réglementation strictement uniforme et une commission des valeurs unique soient optimales.

Les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières soutiennent qu'une autorité unique régirait le secteur de façon optimale, à un coût inférieur et qu'une réglementation parfaitement homogène serait préférable à la situation actuelle. À cette vision s'oppose une approche de type marché, la concurrence réglementaire, qui prévaut notamment dans le domaine de la loi des sociétés aux États-Unis. Dans la partie quatre, nous analysons ce modèle de gestion de la réglementation et ses applications dans différents contextes. Nous examinons de façon approfondie la situation européenne qui combine concurrence réglementaire en matière de valeurs mobilières et normes minimales. Enfin, nous mettons en perspective et analysons les diverses formulations et alternatives à la concurrence réglementaire. Il ressort que la situation de monopole réglementaire n'est pas forcément préférable à celle de la concurrence réglementaire, et qu'une certaine forme de concurrence est compatible avec une harmonisation minimale.

Le débat entourant la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada a été relancé récemment au nom de l'amélioration de l'efficacité et de la réduction des coûts pour les émetteurs et les investisseurs. La situation américaine est souvent évoquée comme exemple d'une situation de centralisation de la réglementation et de sa mise en œuvre dans un État fédéral. Dans la partie cinq, nous montrons les différences importantes qui séparent les deux marchés. Le marché financier américain est très fragmenté, autant au niveau bancaire que dans le domaine des valeurs mobilières. La centralisation de la réglementation peut être optimale dans un tel cas, bien que de nombreux chercheurs contestent cette optimalité. Le monopole réglementaire n'est cependant qu'apparent : il n'existe ni au niveau bancaire, ni en termes de loi des sociétés, et n'est que partiel en termes de valeurs mobilières, où les États conservent un rôle important dans les financements locaux de petites tailles. Ces émissions locales correspondent à l'essentiel de l'activité de financement au Canada.

À l'opposé, le système financier canadien est très fortement concentré; une demi-douzaine d'institutions contrôlent l'essentiel de l'activité de financement et d'intermédiation. Rien ne permet donc de penser que le modèle de réglementation des valeurs mobilières américain soit transposable au Canada.

Selon les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières, la décentralisation de la réglementation et les multiples commissions de valeur nuiraient au développement du marché boursier canadien. Cependant, il existe peu d'information relative à l'évolution de ce marché. Nous faisons ici le point sur cette évolution au cours de la dernière décennie et mettons en évidence les caractéristiques particulières du marché canadien. Celui-ci se distingue des autres marchés développés par la présence de très nombreuses entreprises de faible capitalisation, ainsi que par un taux de création et un taux de mortalité d'entreprises élevés. Le Canada présente un faible attrait pour les sociétés étrangères et un glissement très net des transactions des plus importantes entreprises canadiennes vers les États-Unis est évident. Pour comprendre les raisons de cette situation, nous examinons les facteurs amenant les investisseurs à préférer un

marché à un autre. Notre étude montre que le marché des valeurs mobilières canadien fait face à de très importants défis. Ceux-ci concernent le positionnement stratégique en matière de qualité de marché, d'effet de certification et de visibilité des entreprises. La révision de la structure réglementaire actuelle n'est vraisemblablement pas un élément central du défi que pose cette situation en termes de politiques publiques. Il semble étrange que ces dimensions aient été, jusqu'à maintenant, absentes du débat entourant la révision du cadre réglementaire des valeurs mobilières au Canada.

Annexe 1 Normes canadiennes et autres textes de portée canadienne dans le domaine des valeurs mobilières

Procédures et sujets connexes

- Instruction canadienne 11-201 : La transmission de documents par voie électronique
- Instruction canadienne 12-201 : Régime d'examen concerté des demandes de dispense
- Norme canadienne 13-101 : Le système électronique de données, d'analyse et de recherche SEDAR
- Norme canadienne 14-101 : Définitions

Marché des capitaux - certains participants

- Norme canadienne 21-101 : Le fonctionnement du marché
- Instruction complémentaire 21-101 : Le fonctionnement du marché
- Norme canadienne 23-101 : Les règles de négociation
- Instruction complémentaire 23-101 : Les règles de négociation

Inscription et sujets connexes

- Norme canadienne 32-101 : Programme de vente ou d'achat pour les propriétaires de petits lots d'actions
- Norme canadienne 33-102 : Réglementation de certaines activités de la personne inscrite
- Instruction complémentaire 33-102 : Réglementation de certaines activités de la personne inscrite
- Norme canadienne 33-105 : Les conflits d'intérêts chez les placeurs
- Instruction complémentaire 33-105 : Les conflits d'intérêts chez les placeurs
- Instruction canadienne 34-201 : Infractions aux exigences des autres autorités réglementaires
- Norme canadienne 35-101 : Dispense conditionnelle d'inscription accordée aux courtiers et aux représentants des États-Unis
- Instruction complémentaire 35-101 : Dispense conditionnelle d'inscription accordée aux courtiers et aux représentants des États-Unis
- Le mécanisme de traitement des plaintes et de règlement des différends
- Les acquisitions fermes - (*Bought Deals*)
- Avis 33-305 : Vente de produits d'assurance par des représentants occupant un double emploi

- Avis des ACVM 33-401 : Livre blanc de l'Association canadienne des marchés des capitaux sur le traitement des opérations institutionnelles en mode T+1
- Norme canadienne 33-105, Conflits d'intérêts chez les placeurs

Placement de valeurs

- Instruction générale C-2B : Directives à l'usage des ingénieurs et des géologues pour la présentation des rapports sur le pétrole et le gaz aux autorités canadiennes en valeurs mobilières
- Instruction générale C-15 : Conditions préalables à l'acceptation du prospectus des Fondations de bourses universitaires
- Instruction générale C-21 : Publicité à l'échelle nationale
- Instruction générale C-22 : Usage d'informations et d'opinions relatives aux propriétés minières et pétrolifères par les détenteurs d'enregistrement et autres personnes
- Instruction générale C-42 : Publicité concernant des valeurs mobilières à la radio ou à la télévision
- Norme canadienne 43-101 : Information concernant les projets miniers
- Instruction complémentaire 43-101 : Information concernant les projets miniers
- Instruction canadienne 43-201 : Régime d'examen concerté du prospectus et de la notice annuelle
- Norme canadienne 44-101 : Placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié
- Instruction complémentaire 44-101 : Placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié
- Norme canadienne 44-102 : Placement de titres au moyen d'un prospectus préalable
- Instruction complémentaire 44-102 : Placement de titres au moyen d'un prospectus préalable
- Norme canadienne 44-103 : Régime de fixation du prix après le visa
- Instruction complémentaire 44-103 : Régime de fixation du prix après le visa
- Norme canadienne 45-101 : Placements de droits de souscription, d'échange ou de conversion
- Instruction complémentaire 45-101 : Placement de droits de souscription, d'échange ou de conversion
- Instruction générale canadienne 46-201 : Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne
- Instruction canadienne 47-201 : Les opérations sur titres à l'aide d'Internet et d'autres moyens électroniques
- Instruction générale Q-28 : Exigences générales relatives au prospectus

- Instruction générale 41-601Q : Les sociétés de capital de démarrage

Information continue

- Instruction générale 51-201 : Lignes directrices en matière de communication de l'information
- Instruction générale C-3 : Inhabilité des vérificateurs
- Instruction générale C-14 : Acceptation des monnaies pour les documents déposés auprès des autorités en valeurs mobilières
- Instruction générale C-27 : Principes comptables généralement reconnus canadiens
- Instruction générale C-31 : Changement de vérificateur d'un émetteur assujetti
- Instruction générale C-41 : Communications avec les actionnaires
- Instruction générale C-48 : Information financière prospective
- Instruction générale C-50 : Restrictions dans le rapport du vérificateur
- Instruction générale C-51 : Changements concernant la date de clôture de l'exercice et l'assujettissement aux obligations d'information continue
- Norme canadienne 55-101 : Dispense de certaines exigences de déclaration d'initié
- Instruction complémentaire 55-101 : Dispense de certaines exigences de déclaration d'initié
- Norme canadienne 55-102 : Système électronique de déclaration des initiés (SEDI)
- Instruction complémentaire 55-102 : Système électronique de déclaration des initiés (SEDI)

Offres publiques et opérations particulières

- Norme canadienne 62-101 : Questions touchant le placement de blocs de contrôle
- Norme canadienne 62-102 : L'information sur les actions en circulation
- Norme canadienne 62-103 : Le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initié
- Instruction canadienne 62-201 : Les offres publiques faites seulement dans certains territoires
- Instruction canadienne 62-202 : Les mesures de défense contre une offre publique d'achat
- Instruction générale Q-27 : Mesure de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations

Opérations sur valeurs à l'extérieur du territoire

- Norme canadienne 71-101 : Régime d'information multinational
- Instruction complémentaire 71-101 : Régime d'information multinational

Organismes de placement collectif

- Instruction générale C-29 : Organismes de placement collectif en immobilier
- Norme canadienne 81-101 : Régime de prospectus des organismes de placement collectif
- Instruction complémentaire 81-101 : Régime de prospectus des organismes de placement collectif
- Norme canadienne 81-102 : Les organismes de placement collectif
- Instruction complémentaire 81-102 : Les organismes de placement collectif
- Norme canadienne 81-105 : Les pratiques commerciales des organismes de placement collectif
- Instruction complémentaire 81-105 : Les pratiques commerciales des organismes de placement collectif
- Norme canadienne 81-104 : Fonds marché à terme

Source : CVMQ, http://www.cvmq.com/fr/regl/normes_ins.asp

Annexe 2 : Les mesures des coûts directs de la réglementation des valeurs mobilières

Les estimations des coûts directs de la réglementation des valeurs mobilières varient suivant les travaux. Les causes de ces divergences sont les suivantes :

- La différence entre les dépenses des commissions et les montants perçus : l'excédent net des montants perçus par les commissions de valeurs mobilières représente environ 30,71 millions $ au Canada en 2002. Dans la présente étude, nous utilisons les dépenses pour estimer les coûts directs. La perception de droits supérieurs aux dépenses n'est pas spécifique au Canada. En 2000, aux États-Unis, les droits perçus au niveau fédéral ont été de 2,1 milliards $ US et les dépenses de la SEC de 377 millions $ US. Le *State Securities Board* du Texas a commandé des dépenses de 3,8 millions $ US pour l'exercice 2001-2002, mais a perçu des revenus sous forme de droits de 103,6 millions $ US (163 millions de $ Can) ce qui est supérieur aux montants perçus par toutes les commissions canadiennes en 2002. Pour permettre les comparaisons, les surplus ne sont pas considérés.
- L'inclusion ou non des commissions de petite taille. Les données publiées portent généralement sur les 4 ou 6 plus importantes commissions.
- L'inclusion ou non du Bureau des services financiers (BSF). Le coût du BSF est incorporé depuis 2002 dans le calcul des coûts directs. Il ne l'était pas au cours des exercices précédents.

Pour l'année 2000, les dépenses des quatre principales commissions s'élèvent à 90 millions de $. Pour l'année 2001, d'après les rapports annuels des commissions, elles sont de 104,09 millions $. Pour l'année 2002, nous avons employé l'étude de la FSA[187] qui permet certaines comparaisons entre les pays. Le coût calculé incluant le BSF est de 56,8 millions £, soit 133 millions $. L'augmentation par rapport à 2001 est imputable en partie à la prise en compte du BSF dont les dépenses sont évaluées à 9,6 millions $, et de deux commissions non comptabilisées en 2001. Le tableau A2 présente les principales données de la FSA pour l'Australie, le Canada le Royaume-Uni et les États-Unis. Le volet A rapporte des données de la FSA, en £. Le volet B montre les principales valeurs exprimées en $ canadiens. Le volet 3 montre le calcul du coût direct par million $ de capitalisation et du coût par société inscrite. Toutefois, la FSA met en garde contre ce type de comparaison en raison des problèmes de mesure. En particulier, toutes les comparaisons avec les États-Unis sont faussées car les données relatives à ce pays ne prennent pas en compte les organismes de réglementation des valeurs mobilières des États[188]. Les valeurs calculées doivent être manipulées avec précaution.

---

[187] En 2002, la FSA corrige fortement son estimation des coûts directs de 2001, qui était de 117 millions £ soit 260 millions $ et semblait se rapporter à l'ensemble de la réglementation financière.

[188] Par exemple, la *Division of Securities* de l'État du Colorado rapporte des dépenses de 2,717 millions $ US pour l'exercice 2002-2003. Le *State Securities Board* du Texas a commandé des dépenses de 3,8 millions $ US pour l'exercice 2001-2002.

Tableau A2 : Estimation des coûts directs de la réglementation des valeurs mobilières dans divers pays

	Australie	Canada	Royaume-Uni	États-Unis
Volet 1: Données FSA, en million de £				
Securities firms and fund management				
Firms - prudential supervision	73,8	55,4	18,0	821,1
Supervision of and standards for exchanges / clearing and settlement systems / market service providers			4,0	
Supervision of, and standards for conduct on capital markets		1,4	4,0	149,0
Standard for / approval of listings of securities			11,0	7,2
Total cost of securities regulation	73,8	56,8	37,0	977,3
Market Capitalization (domestic stocks, billion £)	251,8	389,5	1013,6	6889,1
Volet 2: Données exprimées en $ Canadiens				
Total cost of securities regulation (million Can $)	173,4	133,5	87,0	2296,7
Number of listed stocks	1410	3967	2332	7074
Market capitalization (billion Can $)	591,7	915,3	2382,0	16189,4
Volet 3: Estimations du coût relatif de la réglementation				
$ / millions of capitalization	293,1	145,8	36,5	141,9
K $ / Listed securities	123,0	33,6	37,3	324,7
% of Capitalization	0,029	0,015	0,004	0,014

Source: *FSA Indicators of the costs of regulation in different jurisdictions* http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar02_03/ar02_03app8.pdf et Banque du Canada

http://www.ssb.state.tx.us/agencyinfo/02arsup.pdf
http://mutualfunds.about.com/gi/dynamic/offsite.htm?site=http://www.dora.state.co.us/securities

Annexe 3 : Estimation de la proportion de la valeur des transactions de titres canadiens effectuées sur le marché régulier de Toronto en 2001

Valeur totale des transactions canadiennes sur le TSE, en milliards $	712,52
Portion américaine de la valeur des transactions intercotées canadiennes[1], en milliards $	376,12
Valeur totale des transactions portant sur des titres canadiens, en milliards $	1088,64
Valeur des transactions sur le marché *upstairs* (estimation)[2], en milliards $	384,76
Valeur des transactions sur le marché régulier ou *downstairs*, en milliards $	327,76
Proportion de la valeur des transactions de titres canadiens effectuées sur le marché régulier de Toronto	30,10 %

Source : TSE review 2001.

[1] Valeur totale des transactions des intercotées canadiennes multipliée par la proportion des transactions réalisées en dehors du marché canadien : 805, 40 x 46,7 %.

[2] Valeur totale des transactions canadiennes sur le TSE multipliée par l'estimation de la proportion des transactions passant par le *upstairs market* : 54 % du volume. L'estimation de la proportion provient de Smith *et al.* (2000), p.5, et elle est probablement une sous-estimation puisque cette donnée date de 1997.

Abréviations

AMEX	American Stock Exchange	AMEX	Bourse AMEX
ATS	Alternative Trading System	SNP	Système de négociation parallèle
BCSC	British Columbia Securities Commission	CVCB	Com. Des valeurs de Colombie-Britannique
BDC	Business Development Bank of Canada	BDC	Banque de développement du Canada
CDCC	Canadian Securities Clearing Corporation	CCCPD	Corporation canadienne de compensation des produits dérivés
CDNX	Canadian Venture Exchange	CDNX	Devenu TSX croissance
CDS	Canadian Depository for Securities	CDS	Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
CESR	Committee for European Securities Regulation	CESR	Committee for European Securities Regulation
CPC	Capital pool company	SCD	Société de capital de démarrage
CSRS	Canadian Securities Regulatory System	CRVM	Centralisation de la réglementation des valeurs mobilières
CSA	Canadian Securities Administrators	ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
EC	European Community	CE	Communauté européenne
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System	EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system
FASB	Financial Accounting Standards Board (US)	FASB	Financial Accounting Standards Board (US)
FESCO	Forum of European Securities Commissions	FESCO	Devenu CESR
FSA	Financial Services Authority (U.K.)	FSA	Autorité des services financiers du Royaume-Uni
FSTQ	Solidarity Fund QFL	FSTQ	Fonds de solidarité des travailleurs du Québec
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	PCGR	Principe comptable généralement reconnu
GAO	United States General Accounting Office	GAO	Bureau du vérificateur général (USA)
IAS	International Accounting Standards, now the IFRS	IFRS	International Financial Reporting Standards
IASB	International Accounting Standards Board	IASB	International Accounting Standards Board
IDA	Investment Dealers Association of Canada	ACCOVAM	Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
IDS	Integrated Disclosure System	RII	Régime d'information intégré
IJC	Interjurisdictional Competition	IJC	Concurrence interjuridictionnelle
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	OICV	Organisation internationale des commissions de valeur
IPO	Initial Public Offering	PAPE	Premier appel public à l'épargne
ISD	Investment Service Directive	DSI	Directive européenne sur les services d'investissement
ME	Montreal Exchange	BDM	Bourse de Montréal
MF	Mutual fund	OPC	Organisme de placement collectif
MFDA	Mutual Fund Dealers Association	MFDA	Mutual Fund Dealers Association
MJDS	Multi-Jurisdictional Disclosure System	MJDS	Multi-Jurisdictional Disclosure System
MOU	Memorandum of Understanding	MOU	Protocole d'entente
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations	NASDAQ	Bourse NASDAQ
NRB	Net Regulatory Burden	NRB	Fardeau réglementaire net
NSMIA	National Securities Market Improvement Act	NSMIA	National Securities Market Improvement act
NYSE	New York Stock Exchange	NYSE	Bourse de New York
OSC	Ontario Securities Commission	CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
OTC	Over-the-Counter	OTC	Marché au comptoir ou hors cote
PAC	Programme d'aide à la capitalisation	PAC	Programme d'aide à la capitalisation
FSAP	Financial services action plan	PASF	Plan d'action sur les services financiers

PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act
CVMQ	Quebec Securities Commission
QSSP	Québec Stock Savings Plan
MRRS	Mutual Reliance Review System
RS	Market Regulatory Services Inc.
RSS	Registration Streamlining System
SAB	Statement of Accounting Board
SCOR	Small Capital Offering Regulation
SEC	Securities and Exchange Commission
SEDAR	System for Electronic Document Analysis and Retrieval
SEDI	System for Electronic Disclosure by Insiders
SLUSA	Securities Litigation Uniform Standard Act
SPE	Special Purpose Entities
SPEQ	Société de placement dans l'entreprise québécoise
SRO	Self-Regulatory Organization
TSX	Toronto Stock Exchange, anciennement TSE
TSX venture	TSX Venture Exchange, formerly CDNX
UMIR	Universal Market Integrity Rules
USL	Uniform securities legislation
VC	Venture capitalist
WFE	World Federation of Exchanges

PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act
CVMQ	Commission des valeurs mobilières du Québec
REAQ	Régime d'épargne-actions du Québec
REC	Régime d'examen concerté
RS	Services de réglementation des marchés Inc.
RSS	Système d'enregistrement des représentants
SAB	Norme comptable américaine émise par l'Accounting Board
SCOR	Small Capital Offering Regulation
SEC	Commission des opérations de Bourse américaine
SEDAR	Système électronique de données, d'analyse et de recherche
SEDI	Système électronique de déclaration des initiés
SLUSA	Securities Litigation Uniform Standard Act
SPE	Entité à vocation particulière
SPEQ	Société de placement dans l'entreprise québécoise
OAR	Organismes d'autoréglementation
TSX	Bourse de Toronto
TSX croissance	Bourse de croissance TSX, anciennement CDNX
RUIM	Règles universelles d'intégrité du marché
USL	Projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières
SCR	Société de capital de risque
WFE	Fédération mondiale des Bourses

Bibliographie

Admati, A. et P. Pfeiderer, 2000, "Forcing Firm to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities", The Review of Financial Studies 13: 479-519.

Ali, A. et S. Kallapur, 2001, "Securities Price Consequences of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 and Related Events", Accounting Review 76 (3): 431-60.

Anand, A., 2001, "Harmonizing Canadian Securities Laws: Considering Alternatives", in Globalization: Proceedings of the 8th Queen's Annual Business Law Symposium, Kingston: Queen's University.

Anand, A., D. Johnston et G. Peterson, 1999, "Securities Regulation: Case, Notes & Materials", Butterworths.

Anisman, P., 1979, "Proposal for a Securities Market Law for Canada", Minister of Consumers and Corporate Affairs.

Atkins, A. et E. Dyl, 1997, "Transaction Costs and Holding Period for Common Stocks", Journal of Finance 52: 309-325.

Bajaj, M., Mazumdar S.C. et A. Sarin, 2000, "Securities Class Action Settlements: An Empirical analysis", Document de travail SSRN.

Bebchuk, L.A. et A. Cohen, 2002, "Firm's Decisions Where to Incorporate", Document de travail NBER 9107.

Bebchuk, L.A., Cohen A. et A. Ferrell, 2002, "Does the Evidence Favour State Competition in Corporate Law?", Document de discussion No. 352, Harvard Law School. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

Bebchuk, L.A. et A. Ferrell, 1999, "Federalism and Corporate Law : The Race to Protect Managers from Takeovers", Columbia Law Review, 99: 1168-1199. http://www.nber.org/papers/w7232

Becker, G., 1983, "A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence", Quarterly Journal of Economics 98: 371-400.

Bekaert, G. et C. Harvey, 1998, "Capital Markets: An Engine for Economic Growth, Brown Journal of World Affairs", Hiver-Printemps, 5 (1): 33-53.

Benhamou, E. et T. Serval, 1999, "On the Competition between ECNs, Stock Markets and Market Makers", Document de travail SSRN.

Bhagat, S. et R. Romano, 2001, "Event Study and the Law: Part II-Empirical Studies of Corporate Law", Document de travail SSRN.

Black, B.S., 1990, "Is corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis", Northwestern Law U.L. Review 84 (542): 588-89.

Black, B.S., 2001, "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets", UCLA Law Review 48: 781-858.

Boisvert, S. et C. Gaa, 2002, "Innovation and Competition in Canadian Equity Markets", Bank of Canada Review: 15-30.
http://www.bankofcanada.ca/en/res/r01-3-eb.htm

Bordo, M.D., Rockoff H. et A. Redish, 1993, "A Comparison of the United States and Canadian Banking Systems in the Twentieth Century: Stability Vs. Efficiency?", Cambridge, Mass., NBER Working Series, November.

Botosan, C.A., 1997, "Disclosure Level and the Cost of Capital", The Accounting Review 72 (3): 323-349.

Botosan, C.A. et M. Plumlee, 2001, "Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital" Document de travail SSRN.

Breton, A., 1996, "Competitive Governments", Cambridge University Press.

Breton, A., 2000, "An Introduction to Decentralization Failure", Conference on Fiscal Decentralization, IMF Fiscal Affairs Department (FAD), Washington, D.C.
http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/fiscal/breton.pdf

Briault, C., 2003, "The Costs of Financial Regulation", ZEW/AEI Conference on Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions in the European Union. http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp140.html

Bushee, B.J., et C. Leuz, 2002, "Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation: The Case of the OTC Bulletin Board", The Wharton School.
http://www.fininter.net/discresourcespt.htm

Bushee, B.J., Matsumoto D.A. et G. Miller, 2002, "Managerial and Investor Responses to Disclosure Regulation: The Case of Reg FD and Conference Calls", Document de travail SSRN.

Carey, W.L., 1974, "Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware", Yale Law Journal 83 (4): 663-705.

CESR, 2002, "Summary of the Answer to a Questionnaire on the Way in which Prospectuses are Controlled, Scrutinized and Approved in all Member States and on the Deadlines Allowed for the Publication of the Prospectus once it has been Approved by the Competent Authority", CESR/02-100b.

Chant, J., et N. Mohindra, 2001, "Regulators Unbound: the Changing Status of Securities Commissions", http://www.fraserinstitute.ca

Chen, H. et J. Ritter, 2000, "The Seven Percent Solution", Journal of Finance 55(3): 1105-1131.

Choi, S.J., 2001, "Centralization, Competition and Privatization in Financial Regulation", Theoretical Inquiries in Law 2(2): 613-648.

Choi, S.J., et A.T. Guzman, 1998, "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation", Southern California Law Review 71: 904-950.

Chowdhry, B. et V. Nanda, 1991, "Multimarket Trading and Market Liquidity", Review of Financial Study 4: 483-511.

Chung, K.H., Van Ness, B.F. et R.A. Van Ness, 1999, "Limit Orders And The Bid Ask Spread - A Paired Comparison Of Execution Costs On Nasdaq And The Nyse", Journal of Financial Economics 53: 255-287.

Ciocca, P., 2001, "Supervision: one or More Institutions?" Conference on the New Structures of Financial Markets : how Should Supervision be Organized? BIS Review 39, 44 p.

Cleary, S. Ker K. et J. Schmitz, 2002, "Transaction Costs for TSE Listed Stocks", Canadian Investment Review.
http://www.investmentreview.com/archives/2002/spring/transactions.html

Coffee, J.C., 1999, "The Future as History: The Propect for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications", Northwestern University Law Review, 93: 641-674.

Coffee, J.C., 2002a, "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers: Stupid", Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies. Document de travail SSRN.

Coffee, J.C., 2002b, "Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance", Columbia Law and Economics et Document de travail SSRN No. 205.

Coleman, W.D., 1992, "Financial Services Reform in Canada: The Evolution of Policy Dissension", Canadian Public Policy XVIII (2): 139-152.

Cookey, T.A., Haider T. et D. McIver, 2001, "The Canadian Financial Services Industry", The Conference Board of Canada.

Corwin S. et J. Harris, 1999, "The Initial Listing Decisions of Firms That Go Public", University of Georgia, Document de travail.

Cox, J.D., 1999, "Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets", Columbia Law Review 99: 1229-1237.

Cox, J.D., 2002, "The Death of the Securities Regulator: Globalization", Berkeley Olin Program in Law & Economics, Document de travail 65. http://repositories.cdlib.org/blewp/art65

Cumming, D.J., et J.G. MacIntosh, 2000, "The Role of Interjurisdictional Competition in Shaping Canadian Corporate Law", International Review of Law and Economics 20 (2): 141-186.

Cumming, D.J., et J.G. MacIntosh, 2002, "The Rationale Underlying Reincorporation and Implications for Canadian Corporations", International Review of Law and Economics 22 (3): 277-330.

Daines, R., 2001, "Does Delaware Law Improve Firm Value?", Journal of Financial Economics 62: 559-571.

Daniels, R.J., 1992, "How 'Broke' is the System of Provincial Securities Regulation", Canadian Investment Review 5: 89-98.

Das, S.R., Jagannathan M. et A. Sarin, 2002, "The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of the Venture Backed Companies", Document de travail SSRN.

Di Giorgio, G., Di Noia C. et L. Piatti, 2002, "Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area", Document de travail 00-24, Financial Institutions Center, The Wharton School Financial Institution Center.

Di Giorgio, G. et C. Di Noia, 2002, "Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal", The Wharton School Financial Institution Center et Document de travail SSRN.

Doukas, J. et L.N. Swidler, 2000, "Common Stock Returns and International Listing Announcements: Conditional Test of the Mild Segmentation hypothesis", Journal of Banking and Finance 24: 471-502.

Dudley, S. et M. Warren, 2002, "Regulatory Response: An Analysis of the Shifting Priorities of the U.S. Budget for Fiscal Years 2002 and 2003", Mercatus Center. George Mason University. http://www.mercatus.org/article.php/41.html

Dunmore, P. et H. Falk, 2003, "Economic Competition Between Professional Bodies: The Case of Auditing", American Law and Economics Review, à paraître.

Durance, J.Y., 2002, "Les entreprises françaises face à l'intégration européenne", Chambre de Commerce et d'industrie de Paris.
http://193.149.96.28/etudes/archrap/rap02/dur0202.htm

Dye, R.A. et S. Sunder, 2001, "Why Not Allow the FASB and IASB Standards to Compete in the U.S.?", Accounting Horizons, 15(3): 257-273.

Eleswarapu, V.R., Thompson, R. et K. Venkataraman, 2003, "The Impact of Regulation Fair Disclosure: Trading Costs and Information Asymmetry", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Forthcoming.

Elkins, McSherry Co. Inc, 1998, "Transaction Costs in Canadian and U.S. Equity Markets: A Study of Institutional Cross Listed Stocks", Rapport publié par la Bourse de Toronto.

Eun C.E. et S. Sabherwal, 2003, "Cross-Border Listing and Price Discovery: Evidence from U.S. Listed Canadian Stocks", The Journal of The American Finance Association, à paraître, Avril.

Ferrarini G.A., 2002, "Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses", Document de travail SSRN & European Business Organization Law Review (EBOR) 3.

Foerster, S.R. et G.A. Karolyi, 1993, "International Listing of Stocks: The Case of Canada and the U.S.", Journal of International Business Studies 24: 763-784.

Foerster, S.R. et G.A. Karolyi, 1998, "Multimarket Trading and Liquidity: A Transaction Data Analysis of Canada U.S. Interlistings", Journal of International Financial Markets, Institution and Money: 393-412.

Fox, M., 2001, "The Issuer Choice Debate", Theoretical Inquiries in Law 2(2): 563-311.

Gaa, C., Lumpkin, S. Ogrodnik R. et P. Thurlow, 2002, "The Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres", Document de travail de la Banque du Canada 2001-10. http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp01-10.htm

Gagné, R., Lanoie, P., Michaud P-C. et M. Patry, 2001, "Les coûts de la réglementation: une revue de la littérature", Document de travail CIRANO. http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2001s-55.pdf

Galper, J., 1999, "Three Business Models for the Stock Exchange Industry", World Federation of Stock Exchanges. http://www.world-exchanges.org/index.asp?resolutionX=1280&resolutionY=1024

Geiger, U., 1997, "The Case for Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market", Columbia Business Law Review, 243.

Gros, D. et K. Lannoo, 2000, "The Euro Capital Market", John Wiley.

Halpern, P., 15 Novembre 2000, "Information and Capital Markets, Capital Market Institute", University of Toronto Capital Markets Institute, Framing Conference. http://www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/halpern.doc

Harris, D.A., 2002, "A Symphosium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization?", White Paper, University of Toronto Capital Markets Institute.

Heinemann, F., et M. Schüler, 2002, "A Stigler View on Banking Supervision", Centre for European Economic Research, Document de discussion 02-66.

Herdman, R.K., 2002, "Testimony Concerning the Roles of the SEC and the FASB in Establishing GAAP". http://www.sec.gov/news/testimony/051402tsrkh.htm

Hertig, G., 2001, "Regulatory Competition for EU Financial Services", dans Daniel Esty et Damien Gerardin eds., Regulatory Competition and Economic Integration, Oxford University Press: 218-240.

Higgins, J., 1994, "Canada and U.S. Cost Comparisons of Initial Public Offerings (IPOs)", The Conference Board of Canada, No 94-119.

Houston, C.O. et R.A. Jones, 1999, "The Multijurisdictional Disclosure System: Model for Future Cooperation?", Journal of International Financial Management and Accounting 10 (3): 227-248.

Houston, C.O. et R.A. Jones, 2002, "Canadian Manager Perceptions of the US Exchange Listings: Recent Evidence", Journal of International Financial Management and Accounting 13 (3): 236-253.

Huang, R.D., et H.R. Stoll, 1996, "Dealer Versus Auction Markets: A Paired Comparison of Execution Costs on Nasdaq and the Nyse", Journal of Financial Economics 41: 313-357.

Hughes, J.P., Lang, W.W., Mester, L. J., Moon, C.G. et M. S. Pagano, 2002, "Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation, and Financial Performance", Document de travail, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Hyman, A., 1979, "The Delaware Controversy-The legal Debate", Journal of Corporate Law 4: 368.

IOSCO, 2002, "Objectives and Principles of Securities Regulation," International Organization of Securities Commissions", février. http://www.iosco.org/

Jackson, H.E., 2001, "Centralization, Competition and Privatization in Financial Regulation", Theoretical Inquiries in Law 2: p. 649.

Jackson, H.E. et E.J. Pan, 2001, "Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999", Business Lawyer 56: p. 653.

Jenkinson, T. et A. Ljungqvist, 2001, "Going Public: The Theories and Evidence on How Companies Raise Equity Finance" (2e Édition), Oxford University Press.

Kamar, E., 1998, "A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law", Columbia Law Review: 1908-1959.

Kenyon, D.A., 1997, "Theories of Interjuridictional Competition", New England Economic Review: 13-35.

Kooli, M. et J.-M. Suret, 2003a, "How Cost-effective are Canadian IPO Markets", à paraître dans Canadian Investment Review.
http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2002s-83.pdf

Kooli, M. et J.-M. Suret, 2003b, "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada", à paraître dans Journal of Multinational Financial Management.
http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2001s-52.pdf

Kroszner, R., et P.E. Straham, 2000, "Obstacle to Optimal Policy: The Interplay of Politics and Economics in Shaping Bank Supervision and Regulation Reforms", University of Chicago, Document de travail SSRN.

Kryzanowski, L. et I. Rakita, 1999, "Is the U.S. 7 % Solution Equivalent to the Canadian 6 % Solution", Canadian Investment Review: 27-35.

Kryzanowski, L. et A. Rubalcava, 2002, "Is There an International Trade-Venue Clientele Effect for Canadian Shares Cross-Listed in the United States?", EFMA London Meeting.

La Porta. R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et R.W. Vishny, 1997, "Legal Determinants of External Finance", Journal of Finance 52 (3): 1131-50.

Lacasse, F., 1995, "Mythes, savoirs et décisions politiques", Presses Universitaires de France, Paris.

Lacroix D., 1987a, "Les régimes d'épargne-actions: nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'Ouest-Première partie", Canadian Tax Journal 35 (2) : 50-87.

Lacroix D., 1987b, "Les régimes d'épargne-actions: nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'Ouest - deuxième partie", Canadian Tax Journal 35 (2) : 314-349.

Laffont, J-J., et J. Tirole, 1991, "The Politics of Government Decision Making: A Theory of Regulatory Capture", Quarterly Journal of Economics 106: 1027-1089.

Lamfalussy, A., 2001, "Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières", Commission Européenne, février, http://www.paris-europlace.net/links/doc012748_fr.htm.

Lang, M.H., Lins K.V. et D. Miller, 2002, "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?", Document de travail NYSE 2002-06.
http://www.nyse.com/pdfs/2002-06.pdf

Lannoo, K., 2001, "EU Securities Market Regulation; Adapting to the Need of a Single Capital Market", Report of a CEPS Task Force.
http://www.ceps.be/press/021301.htm

Leuz, C., 2001, "IAS versus US Gaap: a (New) Market Based Comparison", Document de travail SSRN.

Levich, R.M., 1993, "The Euromarkets After 1992", in J. Dermine (ed.), European Banking in the 1990s, Second edition, London: Basil-Blackwell.

Licht, A.N., 2001, "David's Dilemmna: A Case Study of Securities Regulation in a Small Open Market", Theoretical Inquiries in Law 2 (2): 673-710.

Ljungqvist, A. et W. Whilhelm, 2002, "IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?", Journal of Financial Economics 65 (2): 167-201.

Lo, K., 2000, "Economic Consequences of Regulated Changes in Disclosure: The Case of Executive Compensation", Document de travail SSRN.

Loomis, T., 2000, "Securities Reform: What Went Wrong?", New York Law Journal. http://www.law.com/jsp/statearchive.jsp?type=Article&oldid=ZZZ4A8W2TEC.

MacIntosh, J.G., 1994, "Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada", Monograph prepared for the Government and Competitiveness Project. School of Policy Studies, Queen's University, Document de discussion 94-10, Kingston, Canada.

MacInstosh, J.G., 1996, "International Securities Regulation: of Competition, Cooperation, Convergence and Cartelization", Document de travail de l'Université de Toronto, Law and Economics Program.

MacIntosh, J.G., 1997, "A National Securities Commission For Canada?", in T.J. Courchene et E.H. Neave.

MacIntosh, J.G., 2000, "Securities Regulation and the Public Interest: Of Politics, Procedures and Policy Statements. Part 1", Canadian Business Law Journal 24: 77-120.

MacIntosh, J.G., 2002, "The Future of Canadian Securities Regulation", CMI/TSE Symposium on Canadian Securities Regulation. Toronto.
http://www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/MacIntosh.ppt.

Mackay, H., 15 novembre 2002, Lettre adressée au Vice-premier ministre et ministre des finances du Canada. http://www.fin.gc.ca/news02/data/02-094_1e.html

Maykut, J.C., 2001, "An Alternative Regulatory Model for Canada", dans Globalization: Proceedings of the 8th Queen's Annual Business Law Symposium, Kinsgton: Queen's University.

Mittoo, U. R., 1992, "Managerial Perceptions of the Net Benefit of Foreign Listing: Canadian Evidence", Journal of International Financial Management and Accounting 4: 40-62.

Mittoo, U. R., 1997, "Cross-Country Listing and Trading Volume: Evidence from the Toronto and Vancouver Stock Exchanges", Journal of International Financial Management and Accounting, 8 (3): 147-174.

Mittoo, U. R., 2002, "Globalization and the Value of U.S. Listing: Revisiting Canadian Evidence", Document de travail, août.
http://www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/august_index.htm

Mohindra, N., 2002, "Securities Market Regulation in Canada", Fraser Institute Critical Issues Bulletin.

Moloney, N., 2002, "EC Securities Regulation", Oxford Law Library.

Niemeyer, J., 2001, "Where to Go after the Lamfalussy Report? - An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision", http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf

Oates, W.E., 1998, "Environmental Policy in the European Community: Harmonization or National Standards?", Empirica 25: 1-13.

Oates, W.E., 1999, "An Essay on Fiscal Federalism", Journal of Economic Literature 3: 1120-1149.

O'Hara, M. et H. Easley, 2001, "Information and the Cost of Capital", Cornell University, Document de travail SSRN.

Olson, M.W., 2002, "The Dual Banking System and the Current Condition of the Banking Industry", Remarks at the Annual Meeting and Conference of the State Bank Supervisors, Salt Lake City, mai.
http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2002/20020531/default.htm

OSC, 2003, "Five Year Review Committee Final Report: Reviewing the Securities Act (Ontario)".
http://www.osc.gov.on.ca/en/Summary/srac_20030529_5yr-final-report_fr.pdf

Pagano, M., Roëll A. A., et J. Zechner, 2002, "The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List abroad?", Journal of finance 57 (6): 2651-2694.

Painter R., 1998, "Responding to a False Alarm: Federal Pre-emption of State Securities Fraud Causes of Action", Cornell Law Review 84: 1-108.

Pan, E.J., 2001, "Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999", Business Law 653 (56): 684-85.

Pattisson, J.C., 1994, "Financial Markets in Canada: Regulation in a Small Economy in Global Markets", dans Provincial Trade Wars: why the Blockade Must End, Filip Palda ed.; aussi dans Institut Économique de Montréal.
http://www.iedm.org/library/palda3_en.html

Perino, M.A., 2002, "Did the Private Securities Litigation Act Work"? Columbia Law School et Document de travail SSRN.

Perry, M., 1994, "A Challenge Postponed: Market 2000 Complacency in Response to Regulatory Competition for International Equity Markets", Virginia Journal of International Law 34: 701-747.

Ritter, J., 1988, "Initial Public Offerings", Contemporary Finance Digest 2 (1): 5-30.

Riding, A., 1998, "Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaire", Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien.
http://finservtaskforce.fin.gc.ca/research/pdf/rr9_f.pdf

Romano, R., 1985, "Law as a product: Some pieces of the Incorporation Puzzle", J.L. Econ. & Org. 1: 225-240.

Romano, R., 1993, "The Genius of American Corporate Law, AEI Studies in Regulation and Federalism", Washington DC. AEI Press.

Romano, R., 1998, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation", Yale Law Journal 107 (8): 2359-2430.

Romano, R., 2001, "The Need for Competition in International Securities Regulation", Theoretical Inquiries in Law 2 (2): 387-561.

Romano, R. 2002, "The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation", Washington DC., The AEI Press.

Ross, M.N., et T.H. Neave, 2001, "Securities regulation in Canada: History and Propects", Document de travail, Queen's School of Business.

Roy, N. 1985, "La libre circulation des capitaux à l'intérieur de l'union économique canadienne", volume 66 des études commandées dans le cadre du programme de recherche de la Commission Royale sur l'Union Économique et les perspectives de développement du Canada. Ottawa. Ministre des Approvisionnements et Services Canada: 57-60.

Sawiak, G.V, W.J. Braithwaite et P. Olasker, 1996, "Report to the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce on the Transaction Costs of a Decentralized System of Securities Regulation".

Scarlett, J.D., 2001, "An Alternative Regulatory Model for Canada", dans Globalization: Proceedings of the 8th Queen's Annual Business Law Symposium, Kingston: Queen's University, Notes on Joyce Maykut's paper.

Schrand, C. et R.E. Verrecchia, 2002, "Disclosure Choice and Cost of Capital: Evidence from Underpricing in Initial Public Offerings", The Wharton School, Document de travail SSRN.

Schulman, A., 1999, "Small and Medium Size Business Markets", World Federation of Stock Exchanges.

http://www.world-exchanges.org/index.asp?resolutionX=1280&resolutionY=1024.

Schwienbacher, A., 2002, "An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States", University of Namur et Document de travail SSRN.

Shearmur, R., 2001, "Financial Flow and Places: The Case of Montreal", Canadian Public Policy 27 (2): 219-233.

Smith, B., Turnbull D. et R. White, 2000, "Network Externalities, Market Quality and Trading Activity", Document de travail.
http://www.ivey.uwo.ca/faculty/BobWhite/network_externalities.PDF

Steil, B., 2002, "Building a Transatlantic Securities Market", International Securities Market Association. http://www.isma.org/surveys/latest.html

Straser, V., 2002, "Regulation Fair Disclosure and Information Asymmetry", Document de travail SSRN.

Subramanian, G., 2002, "The Disappearing Delaware Effect", Harvard Law et Economics Discussion Paper, 391.

Sunder, S., 2001, "Standards for Corporate Financial Reporting: Regulatory Competition Within and Across International Boundaries", Document de travail, Yale School of Management.

Sunder, S., 2002, "Regulatory Competition for Low Cost-of-capital Accounting Rules", Journal of Accounting and Public Policy 21: 147-149.

Swan, P.L., 2002, "Can "Illiquidity" Explain the Equity Premium Puzzle? The Value of Endogenous Market Trading", Document de travail SSRN.

Thomas, R.S., et K.J. Martin 1997, "Using State Inspection Statutes for Discovery in Federal Securities Fraud Actions Using State Inspection Statutes for Discovery in Federal Securities Fraud Actions", Boston University Law Review 77 (1): 69-107.

Tiebout, C.M., 1956, "A Pure Theory of Local Expenditure", Journal of Political Economy 64 (5): 416-424.

Tison, M., 2000, "Unravelling the General Good Exception: The case of Financial Services", Andenas, M et W.-H. Roth (Eds.), "Free Movement of Services", Oxford University Press. http://www.law.rug.ac.be/fli/WP/wp2000-03.pdf

Todd, J.D., 1983, "Price Competition in the Canadian Securities Industry: a Test Case of Deregulation", Discussion Paper Series, Ontario Economic Council.

Tung, F., 2002, "Passports, Private Choice, and Private Interests: Regulatory Competition and Cooperation in Corporate, Securities, and Bankruptcy Law", Document de travail SSRN & Chicago Journal of International Law 3(2).

Tung, F., 2003, "From Monopolists to Markets?: A Political Economy of Issuer Choice in International Securities Regulation", Wisconsin Law Review, à paraître.

Verrecchia, R.E., Juin 2001, "Essay on Disclosure", The Wharton School & The Financial Internet Working Group.
http://www.fininter.net/internet_securities/Disclosure/Essays%20on%20disclosure.pdf

Vietor, R.H.K., 1994, "Contrived Competition: Regulation and Deregulation in America", Harvard University Press.

Wang, J. 1995, "Performance of Reincorporated Firms", novembre, Document non publié.

Warren, M.G., 1990, "Global Harmonization of Securities Laws: The Achievements of the European Communities", 31 Harvard International Law Journal 185: 191–92.

Weelock, D.C. et P.W. Wilson, 2002, "Consolidation in US banking: Who are the Acquirers?", Working Paper Series, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Weiss, E., Ares C. et J. Rogers, 2000, "Pleading Securities Fraud", Document de travail, University of Arizona.
http://securities.stanford.edu/research/studies/20001006Elliott_Weiss_Pleading_Sec_Fraud.htm

Wells, S., 2000, "Price Discovery and the Competitiveness of Trading Systems", World Federation of Stock Exchanges.
http://www.world-exchanges.org/index.asp?resolutionX=1280&resolutionY=1024

Williams, H. et T. Shutt, 2000, "A comparison of IPO markets", The Conference Board of Canada 296-00.

Winter, R.K., 1977, "State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation", Journal of Legal Studies 6: 251-292.

Winter, R.K., 1989, "The Race for the top Revisited: A Comment on Eisenberg", Columbia Law Review 89: 1526-1529.

Wolf, C., 2002, "Better Disclosure, Lower Cost: a Cost-Benefit Analysis of the Continuous Market Access System", Document de travail CVCB, 31 Octobre.